



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

FINANSIELT UTSYN

DECEMBER 2020



Finansielt utsyn

Finanstilsynet analyserer og vurderer stabiliteten i det norske finansielle systemet. Disse vurderingene blir offentliggjort i rapporten *Finansielt utsyn*, som gis ut to ganger per år, i juni og desember.

FINANSIELT UTSYN DESEMBER 2020

OPPSUMMERING	2
KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER	5
Internasjonal økonomi	5
Norsk økonomi	9
KAPITTEL 2 BANKER	15
Bankenes lønnsomhet	15
Soliditet	21
Forbrukslån	25
KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON	27
Lønnsomhet og soliditet	27
Livsforsikring og pensjon	29
Skadeforsikring	32
KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE	34
Gjeninnhenting etter kraftige kursfall	34
Bedriftenes kapitalinnhenting i 2020	36
Sterk vekst i grønne investeringsprodukter	37
Likviditetsrisiko i derivatmarkedene	39
NOTER	44

Redaksjon avsluttet 1. desember 2020.

Figurdata oppdatert per 30. november 2020.

OPPSUMMERING

Norge opplevde i likhet med resten av verden en brå og kraftig økonomisk nedgang da koronapandemien i vår utløste strenge smitteverntiltak med omfattende nedstengninger. Norsk økonomi ble i tillegg rammet av lav oljepris. Kraftige myndighetstiltak bidro til å redusere uroen i finansmarkedene, dempe etterspørselsfallet og holde husholdningenes inntekter oppe. Lavere smitte ga grunnlag for en gradvis gjenåpning av samfunnet gjennom sommeren og forventninger om en raskere normalisering av økonomien enn fryktet da tiltakene ble innført i mars.

Utover høsten har flere land igjen opplevd en sterk økning i antall smittede personer. Det har utløst nye nedstengninger og andre strenge tiltak for å bremse spredningen, særlig i Europa.

Den videre utviklingen i både norsk og internasjonal økonomi er usikker og vil i stor grad avhenge av utviklingen i smitten. De siste ukene har flere vaksineprodusenter varslet at vaksiner snart kan være klare for godkjenning. Tilgang til vaksiner vil etter hvert gi grunnlag for å avvikle inngripende smitteverntiltak. Det vil likevel kunne ta lang tid før den økonomiske aktiviteten er tilbake på samme nivå som før pandemiutbruddet. Enkelte næringer kan også stå overfor varige endringer i etterspørselen.

Globalt er det mindre rom for å motvirke nye økonomiske sjokk. Høy og raskt økende statsgjeld begrenser det finansielle handlingsrommet i mange land, mens svært lave styringsrenter og betydelig likviditetstilførsel fra sentralbankene gir mindre rom for ytterligere pengepolitiske stimulanser.

Gjeldsbelastningen i norske husholdninger er på et svært høyt nivå, både historisk og sammenlignet med andre land, og utgjør en vesentlig sårbarhet for norsk økonomi. Veksten i husholdningenes gjeld har avtatt noe de siste årene, men har økt igjen siden i sommer. Årets boliglansundersøkelse viser at en stor og økende andel av nye boliglån tas opp av låntakere med høy

samlet gjeld i forhold til inntekten. Flere har også høye boliglån relativt til boligens markedsverdi. Dette bidrar til at mange husholdninger er sårbare ved inntektstap, økt rentenivå og prisfall på boliger.

Boligprisene falt noe i både mars og april 2020, men årsveksten har etter det tatt seg opp. I oktober var tolv månedersveksten 7,1 prosent. Det er klart høyere enn de siste årene. Utviklingen må særlig ses i sammenheng med et rekordlavt rentenivå og finansielle tiltak for å sikre husholdningenes inntekter. Lavt rentenivå, økte boligpriser og svakere inntektsutvikling i husholdningene kan føre til at husholdningenes samlede gjeld i forhold til inntektene vil øke ytterligere i tiden framover.

Norsk næringsliv er i ulik grad rammet av koronapandemien, smitteverntiltakene og fallet i oljeprisen. Omfattende myndighetstiltak har bidratt til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe og begrenset inntektstapet for de deler av næringslivet som har vært særlig rammet. Utsatte skatte- og avgiftsbetalinger og avdragsutsettelse i banker har gitt mange bedrifter bedre likviditet. Bankenes inntjening har falt noe, men er fortsatt god. Rentefallet har bidratt til lavere innskuddsmargin, og utlånstapene har økt, men økningen er så langt moderat.

Internasjonale regnskapsstandarder krever at bankene vurderer risikoen for framtidige utlånstap på alle lån i porteføljen. Bankenes vurdering av kredittkvaliteten i porteføljen utenom oljerelaterte engasjementer er i stor grad uendret siden årsskiftet. Ettersom store deler av næringslivet er påført vesentlige inntektstap, er det en risiko for at latente tap kan være undervurdert i bankenes tapsavsetninger.

Bankenes regulatoriske kapitaldekning er høy og har økt det siste året. En vesentlig del av denne økningen skyldes imidlertid regelverksendringer som ikke medfører en reell bedring i bankenes soliditet. Erfaring

fra tidligere kriser har også vist at det kan ta tid før utlånstapene fullt ut blir bokført i bankenes regnskap.

Bankene er eksponert mot næringer som nå rammes direkte av koronapandemien. Deler av næringseiendomssektoren, som er bankenes største foretakseksponering, vil også kunne rammes. Bankene har i tillegg eksponeringer mot andre næringer, for eksempel oljeindustrien, som kan stå overfor varige endringer og dermed økt tapsrisiko. Lån til sårbare husholdninger kan også være utsatt.

Bankene må ta høyde for at utlånstapene kan øke betydelig framover. Den store usikkerheten tilsier at bankene bevarer egenkapitalen ved å holde tilbake overskudd, slik at de er i god stand til å yte lån til kredittverdige kunder også i en situasjon med store utlånstap.

Innskudd utgjør 45 prosent av norske bankers finansiering. Det lave rentenivået har ført til en betydelig reduksjon av bankenes rentemargin på innskudd. Med pengemarkedsrente nær null må dette margintapet forventes å vedvare, siden det er vanskelig å tilby kundene negative innskuddsrenter. Det lave rentenivået vil også redusere løpende avkastning på bankenes likviditetsporteføljer. Samlet vil trolig bankenes viktigste inntektskilde, netto renteinntekter, bli lavere enn tidligere med dagens rentenivå.

Bankene har betydelig markedsfinansiering. Markedsuroen i vår utløste ekstraordinære likviditetstiltak fra flere sentralbanker, herunder Norges Bank. Finanstilsynet viste til at regelverket åpner for at bankene i en stresset markedssituasjon om nødvendig kan trekke på likviditetsreservene, men ingen norske banker har så langt hatt behov for dette. Etter økte risikopåslag på bankenes finansiering i første kvartal ble risikopremiene gjennom andre og tredje kvartal redusert mot nivåene fra før pandemien startet.

Omfanget av forbrukslån, som i mange år hadde en kraftig vekst, er nå sterkt fallende. Dette kan ha flere årsaker. Ved siden av det økonomiske tilbakeslaget har trolig innføringen av gjeldsregistre bidratt. Flere

lånesøknader fra kunder med svak betjeningsevne blir nå avslått, ettersom foretakene har bedre oversikt over kundens økonomi. Samtidig har andelen misligholdte forbrukslån fortsatt å stige. Dette må blant annet ses i sammenheng med at det kan ta noe tid fra lånene tas opp til mislighold konstateres.

Norges Bank er en av flere sentralbanker som har senket styringsrenten til 0. Det lave rentenivået bidrar blant annet til at investorer og småsparere søker investeringer med høyere forventet avkastning, men også høyere risiko. Det kan føre til oppbygging av finansielle ubalanser, med fare for en større korreksjon senere.

Mange norske banker, pensjonsinnretninger og verdipapirfond bruker derivatmarkedene for å redusere rente- og valutakursrisiko knyttet til finansiering og investeringer. Kravet til margininnbetalinger for å minimere motpartsrisikoen i derivatavtalene medførte betydelige likviditetsutfordringer for flere aktører da den norske kronen falt brått og kraftig i mars 2020. Behovet for hurtig salg av verdipapirer kan ha bidratt til å forsterke markedsutslagene.

Pensjonsinnretningenes resultater ble sterkt påvirket av fallet i aksjekurser våren 2020. Etterfølgende sterk kursoppgang bedret foretakenes resultater noe, men avkastningen på kollektivporteføljene etter tredje kvartal er fortsatt svakere enn i samme periode i 2019. Rentefallet gjør det krevende å oppnå meravkastning på produkter med rentegaranti. Pensjonsinnretningene har store investeringer i næringseiendom. Redusert etterspørsel etter kontorer, hotellovernattinger og til dels butikkløkalene svekker løpende inntjening i næringseiendomsselskapene og kan føre til lavere eiendomsverdier.

Fra 2021 vil 1,5 millioner nordmenn som har innskuddspensjon, få egen pensjonskonto. Målet er å gi den enkelte bedre oversikt over egen pensjon og lavere totale kostnader. Ordningen kan føre til skjerpet konkurranse med lavere priser i innskuddspensjonsmarkedet fordi arbeidsgiver, som skal dekke

OPPSUMMERING

forvaltningskostnaden på den aktive innskuddspensjonen, forventes å ha en bedre forhandlingsposisjon enn den enkelte eier av pensjonskapitalbevis. Innføringen kan medføre flytting av aktiva i et betydelig omfang mellom ulike forvaltere av pensjonsprodukter, og det er viktig at foretakene har god infrastruktur på plass til å håndtere denne flyttingen uten forsinkelser og med minimal operasjonell risiko. Finansdepartementet har derfor fastsatt overgangsregler som åpner for at handlene kan strekkes over en periode fra 1. mai 2021 og ut året.

I skadeforsikringsforetakene er lønnsomheten samlet sett god, til tross for at enkelte foretak i år har hatt økte utbetalinger til reiseforsikring. En gunstig vinter samt koronarelatert reduksjon i bilreiser og rushtrafikk har bidratt til bedre lønnsomhet innen bilforsikring.

Parisavtalens mål om å begrense klimaendringene krever en fundamental omlegging av energibruken globalt. For finansforetak og investorer er det viktig med god innsikt i bedriftenes eksponering mot overgangsrisiko. Finanstilsynets kartlegging av noterte foretaks bærekraftsrapportering viser at norske foretak i liten grad informerer om risikoen for endringer i framtidige resultater som følge av overgangen til et lavutslippssamfunn. Finanstilsynet vil følge opp foretakenes bærekraftsrapportering framover.

Internasjonalt pågår det en rekke prosesser for å etablere klassifiseringssystem for grønne investeringsprodukter og sikre nødvendig informasjon til investorer og långivere. Finanstilsynet vil bidra til at relevant EU-regelverk gjennomføres i norsk rett og vil følge opp aktørenes tilpasninger til nytt regelverk på området. Sterk vekst i investeringer i grønne finansielle instrumenter har økt risikoen for overprising og finansielle bobler i dette segmentet.

Koronapandemien har gitt økt tempo i den pågående digitaliseringen av samfunnet. Dette har flere positive sider, både på kort og lang sikt, men det øker også sårbarheten for driftsavbrudd og digital kriminalitet.

Både privatpersoner, foretak og myndigheter risikerer å bli frastjålet eller få ødelagt verdier eller sensitiv informasjon. Under pandemien har omfanget av digitale angrep økt både internasjonalt og i Norge.

KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER

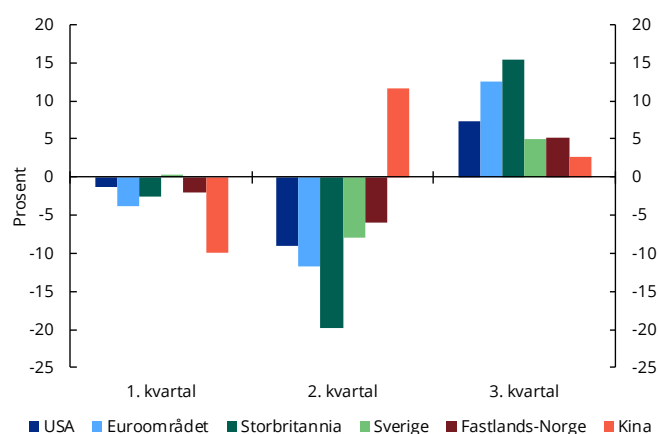
Da koronapandemien rammet Norge i februar, gikk økonomien inn i den dypeste nedgangs-konjunktoren siden andre verdenskrig. Massive finanspolitiske støttetiltak, rentekutt og gradvis gjenåpning bidro til at aktiviteten tok seg opp gjennom sommeren. Inntjeningen i utsatte næringer har likevel falt kraftig, og arbeidsledigheten er fortsatt høy. Samtidig har boligprisene økt vesentlig siden sommeren, og husholdningenes kredittvekst har tatt seg opp de siste månedene. Det er stor usikkerhet om utviklingen framover i norsk og internasjonal økonomi.

INTERNASJONAL ØKONOMI

Verdensøkonomien er sterkt preget av koronapandemien

Aktiviteten i verdensøkonomien falt kraftig da koronaviruset spredde seg globalt i februar 2020. En rekke land stengte ned samfunnet for å bremse spredningen av viruset. Lavere smitte i flere land førte til en gradvis gjenåpning i andre og tredje kvartal. Sammen med kraftige økonomiske tiltak fra myndighetene bidro det til at aktiviteten tok seg opp igjen raskere enn ventet, noe som førte til større optimisme for verdensøkonomien. Utover høsten har imidlertid antall smittede personer økt i store deler av verden. I en rekke land, særlig i Europa, har myndighetene de siste ukene iverksatt nye nedstenginger og andre strenge tiltak for å bremse spredningen av covid-19. Det har dempet den økonomiske veksten. IMF påpeker i sin nye vurdering av euroområdet at med mindre smittebildet endres kraftig de neste månedene, er vekstutsiktene for første kvartal 2021 svekket i forhold til prognosene publisert i oktober. Samtidig har flere vaksineprodusenter varslet at effektive vaksiner snart kan være klare for

Figur 1.1 BNP utvalgte land, kvartalsvekst i 2020



Kilder: Refinitiv og Statista

godkjenning, noe som etter hvert kan gi grunnlag for å avvike inngripende smitteverntiltak. Det er likevel fortsatt stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen.

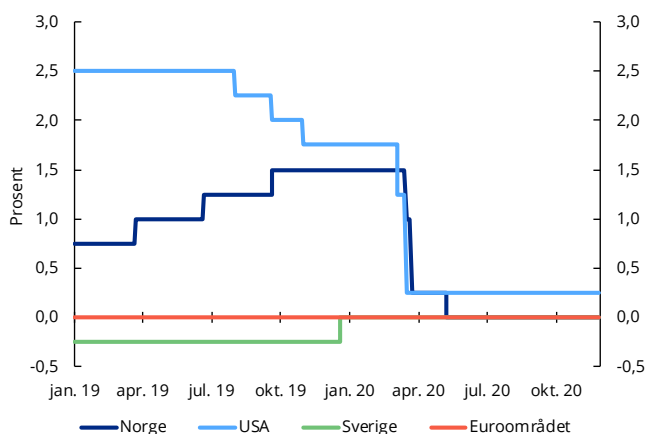
Arbeidsledigheten økte betydelig i takt med fallet i BNP utover våren. I flere land tok likevel detaljhandelen seg relativt raskt opp i kjølvannet av den gradvise gjenåpningen. Dette må ses i lys av at myndighetstiltak har bidratt til å holde husholdningenes inntekter oppe.

Industriproduksjonen har også økt, men er fortsatt under nivået fra inngangen av året i de fleste landene. Foretakenes realinvesteringer har falt markant som følge av den store usikkerheten.

Store forskjeller mellom land

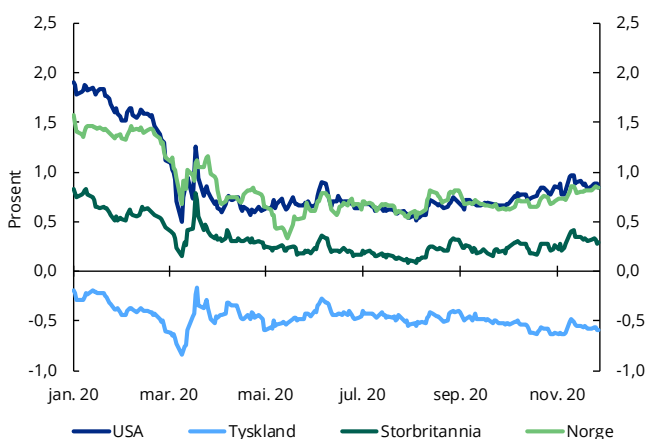
Det er betydelige forskjeller mellom ulike land. I andre kvartal falt produksjonen mer i EU enn i USA, men innhentingen i tredje kvartal var også sterkest i Europa, se figur 1.1. Storbritannia hadde et særlig stort produksjonsfall i andre kvartal som følge av omfattende spredning av koronaviruset, men også liten framgang i Brexit-forhandlingene med EU. Kina var det eneste store landet med oppgang i BNP i andre kvartal, og veksten fortsatte i tredje kvartal. BNP hos Norges viktigste handelspartnere falt med rundt 10 prosent fra første til andre kvartal, men tok seg betydelig opp igjen i tredje kvartal.

Figur 1.2 Styringsrenter



Kilde: Refinitiv

Figur 1.3 Renter, 10-årige statsobligasjoner



Kilde: Refinitiv

Figur 1.4 Aksjer, totalavkastningsindekser



MSCI-indeks. Kilde: Refinitiv

Internasjonal handel har tatt seg noe opp igjen

Etter et brått og kraftig fall i internasjonal handel i mars, har utviklingen snudd. Siden juni har det vært en gradvis økning i handelen. Økt etterspørsel etter medisinsk utstyr og elektronikk som følge av pandemien har bidratt til økt eksport fra og import til Kina. Internasjonal handel er imidlertid fortsatt ikke tilbake på nivået fra før pandemien inntraff.

Rekordlave styringsrenter og kraftig likviditetstilførsel holder rentene nede

Pengepolitikken er svært ekspansiv og ventes å forbli ekspansiv i årene framover. Sentralbanker i en rekke land senket styringsrentene raskt som svar på den økonomiske nedturen, se figur 1.2. Samtidig har andre virkemidler, blant annet ekstraordinære lån til bankene, bidratt til å holde de korte pengemarkedsrentene på et lavt nivå. Signaler fra sentralbankene og markedsaktørenes forventninger, som reflektert i terminrentene, indikerer at rentenivået vil forbli lavt i lang tid framover.

Massive kvantitative lettelsener fra sentralbanker tilførte betydelig likviditet i markedene og drev opp kursene på statsobligasjoner i flere land. Det førte til markant nedgang i statsobligasjonsrentene, og disse har blitt liggende lavt det siste halvåret, se figur 1.3. I november var det igjen en liten økning i renten på obligasjoner utstedt av blant andre amerikanske, tyske og britiske sentralbankmyndigheter.

Ny oppgang i aksjemarkedene

Koronautbruddet førte til et umiddelbart og kraftig fall i aksjemarkedene, se figur 1.4. Risikopremiene steg, og forventningene til selskapenes framtidige inntjening falt markant. Markedene hentet seg imidlertid relativt raskt inn igjen, drevet av svært sterk oppgang i prisingen av teknologiselskaper. I den senere tiden har også positive vaksinenyheter bidratt til oppgang. I både USA og Kina er aksjekursene nå høyere enn ved inngangen til 2020, men med forskjeller mellom ulike sektorer. Utviklingen har vært langt svakere i Europa, særlig i Storbritannia.

Oppgangen i aksjemarkedene må ses i lys av noe mer optimistiske utsikter for den globale økonomien,

særlig som følge av at vaksinerings ventetid å starte allerede i desember i enkelte land. Et svært lavt rentenivå og massive støttetiltak i mange land har dessuten bidratt til å holde den økonomiske aktiviteten oppe. Se kapittel 4 for nærmere omtale av verdipapirmarkedene.

Lav oljepris

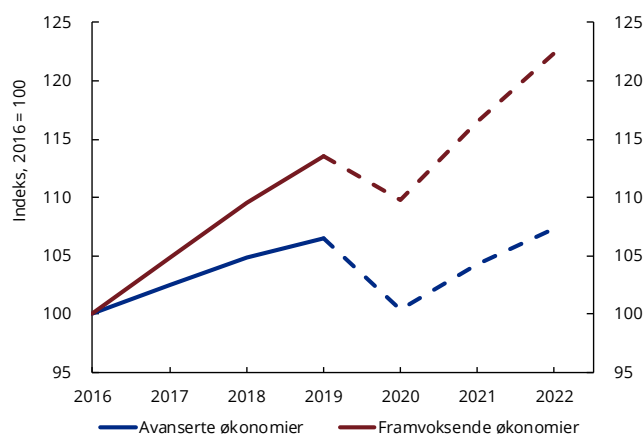
Den betydelige nedgangen i produksjon og etterspørsel som pandemien utløste, førte til fall i mange råvarepriser. Nedgangen var særlig stor for olje, som i begynnelsen av mars også ble trukket ned av uenighet om produksjonskutt mellom OPEC-landene og Russland. I april ble det oppnådd enighet mellom OPEC og flere andre land om å redusere produksjonen. Dette førte til noe bedre balanse i oljemarkedet, og prisen økte. Etter å ha ligget rundt 40 USD per fat det siste halvåret, økte oljeprisen noe i midten av november. Prisen på aluminium har steget gradvis siden sommeren og er nå om lag 10 prosent høyere enn ved inngangen av året. Prisen på fersk laks har imidlertid falt kraftig og var i slutten av november 37 prosent lavere enn ved årsskiftet.

Stor usikkerhet om utviklingen framover

Både OECD og IMF understreker at det er stor usikkerhet rundt prognosene for utviklingen i verdensøkonomien. Den økonomiske utviklingen påvirkes negativt av at smitten har hatt en kraftig oppblomstring gjennom høsten og at mange land har gjeninnført nedstenging av samfunnet. Dette motvirkes i noen grad av nye økonomiske tiltak fra myndighetene. Utsiktene til at vaksinerings av utsatte befolkningsgrupper kan være gjennomført i løpet av første halvår 2021 gir grunn til å vente at den økonomiske aktiviteten vil ta seg raskt opp igjen. Pandemien og nedstengingen har imidlertid rammet forskjellige næringer svært ulikt, og det er vanskelig å forutsi om dette vil gi varige endringer i den økonomiske aktiviteten. Den strukturelle arbeidsledigheten kan for eksempel øke som følge av større gap mellom arbeidstakernes kvalifikasjoner og bedriftenes behov.

IMF anslo i oktober at verdensøkonomien vil falle med 4,4 prosent i 2020. Dette er noe mindre enn tidligere anslått og skyldes at produksjonen gjennom andre

Figur 1.5 Utviklingen i verdensøkonomien (BNP)

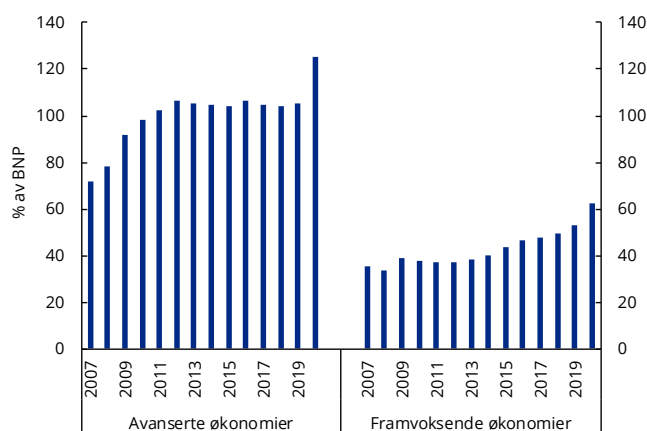


Kilder: IMF og Refinitiv

kvartal tok seg opp litt mer enn lagt til grunn i juni. Smittetallene har imidlertid økt kraftig fra september, og mange land har gjeninnført delvis nedstenging av samfunnet. For 2021 venter IMF en vekst på 5,2 prosent. I desember publiserte OECD nye prognoser der globalt BNP er ventet å falle noe mindre i 2020 enn i IMF's anslag, mens oppgangen i 2021 antas å bli svakere. IMF venter at produksjonsnivået i de avanserte økonomiene trolig ikke vil komme opp på nivået fra utgangen av 2019 før mot slutten av 2021, se figur 1.5. OECD antar at innhenting vil ta enda lengre tid og framhever også den store ulikheten mellom land. Mens det kun er Kina som ventes å ha positiv vekst i inneværende år, tilsier prognosene at ingen store land vil ha produksjonsfall i 2021. Det forventes særlig høy vekst i framvoksende økonomier i Asia.

Som følge av den store usikkerheten har både OECD og IMF laget alternative utviklingsbaner for veksten i global økonomi. I nedsidescenarioet forutsettes det at pandemien fortsetter gjennom 2020, og at smitteverntiltakene og omfanget av vaksinerings ikke er tilstrekkelig til at pandemien avtar i 2021. Verdensøkonomien vil da vokse med drøyt 2 prosent i 2021, og produksjonen vil ikke komme opp på samme nivå som før pandemien i løpet av prognoseperioden, som går fram til 2025.

Figur 1.6 Offentlig gjeld



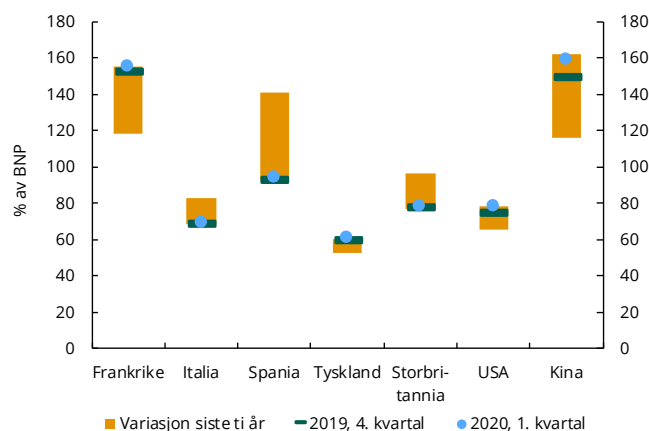
Kilde: IMF

Selv om pandemien avtar, kan økonomiske arr føre til at veksten dempes. Den kraftige nedgangen i 2020 har økt usikkerheten og kan ha bidratt til at husholdningene er blitt mer forsiktige og at foretakene investerer mindre. Strukturelle endringer forårsaket eller framskyndet av pandemien kan føre til flere konkurser og høyere arbeidsledighet. Selv om dette er nødvendig for å få ny oppgang i økonomien på sikt, kan prosessen føre til en langvarig periode med lavere vekst. Sårbarheter bygget opp gjennom de senere årene, som høy gjeld i både privat og offentlig sektor i enkelte land, kan bidra til å forsterke og forlenge det økonomiske tilbakeslaget. Handelsrestriksjoner og politiske spenninger mellom land, som var tiltagende før pandemien traff, kan også føre til lavere vekst enn forventet.

Pandemien øker risikoen for finansiell ustabilitet

Til tross for et historisk sterkt tilbakeslag i global økonomi er risikopåslagene og prisingen i finansmarkedene i de fleste land langt på vei som før pandemien. ECB og IMF mener at en tilsynelatende frikobling mellom realøkonomi og aksjemarkeder utgjør en viktig risikofaktor. Betydelig likviditetstilførsel og finanspolitiske støttetiltak har bidratt til å stabilisere markedene, heve investorenes tillit og opprettholde kreditttilførselen. Hvis den økonomiske gjeninnhenting uteblir, kan investorenes optimisme slå om til pessimisme. Dette vil kunne føre til kursnedgang i aksjemarkedene, høy volatilitet og vanskeligere tilgang til finansiering for ikke-finansielle

Figur 1.7 Gjeld i ikke-finansielle foretak



Kilder: IMF og BIS

foretak. Forsikringsforetakene vil også kunne påvirkes negativt gjennom tap på porteføljene, og bankenes finansieringskostnader kan øke.

Høy og raskt økende offentlig gjeld i mange land

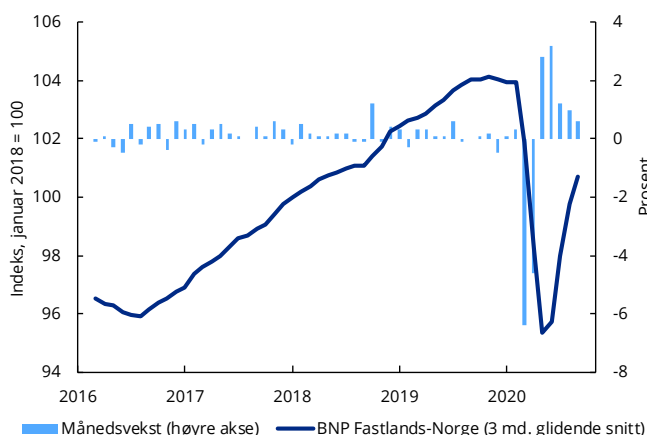
Det økonomiske tilbakeslaget og omfattende finanspolitiske tiltak har ført til svært store budsjettunderskudd i mange land. Flere av landene hadde store budsjettunderskudd og høy gjeld allerede før koronapandemien rammet, samt betydelige langsiktige utfordringer som følge av en aldrende befolkning. IMF anslår at offentlig gjeld vil stige kraftig i 2020, se figur 1.6. Dette kan reise spørsmål ved bærekraften i statsfinansene i enkelte land.

Høy gjeld i ikke-finansielle foretak

Stimuleringstiltakene i mange land har bidratt til å forhindre konkurser i ikke-finansielle foretak på kort sikt, men har ført til økning i foretakenes gjeldsbyrde. Gjelden i ikke-finansielle foretak i flere land er allerede på et høyt nivå, se figur 1.7.

Høy gjeld i mange foretak innebærer at de vil kunne rammes hardt av nye eller vedvarende nedstenginger, strukturelle endringer i økonomien og vanskeligere tilgang til likviditet og kapital. Omfanget av mislighold og konkurser kan øke vesentlig i flere næringer. Det kan føre til vanskeligheter for en allerede presset banksektor i flere land, særlig i Europa, der inntjeningen i lengre tid har vært svak og misligholdet høyt.

Figur 1.8 BNP Fastlands-Norge, månedstall



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

NORSK ØKONOMI

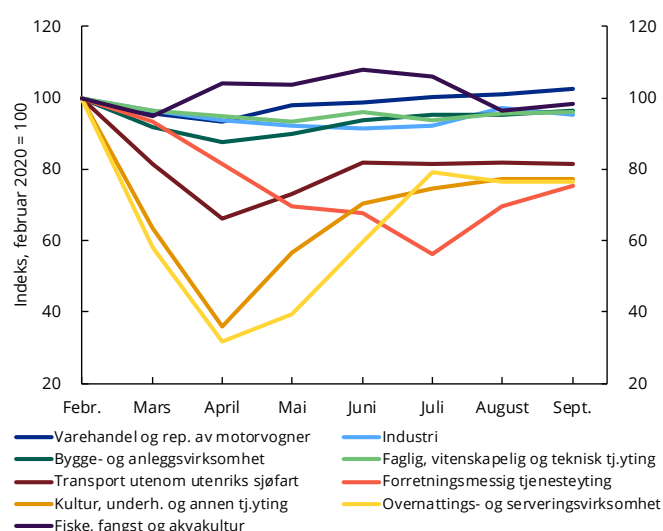
Gradvis innhenting

Aktiviteten i norsk økonomi stupte i mars og april 2020 som følge av økt smitte og nedstenginger i økonomien, se figur 1.8. Norsk økonomi ble også rammet av lav oljepris. Etter hvert som flere av restriksjonene ble fjernet, tok aktivitetsnivået seg delvis opp igjen. Fastlands-BNP har samlet sett vist positiv, men avtakende vekst hver måned siden juni. Det er imidlertid stor forskjell mellom ulike næringer, se figur 1.9.

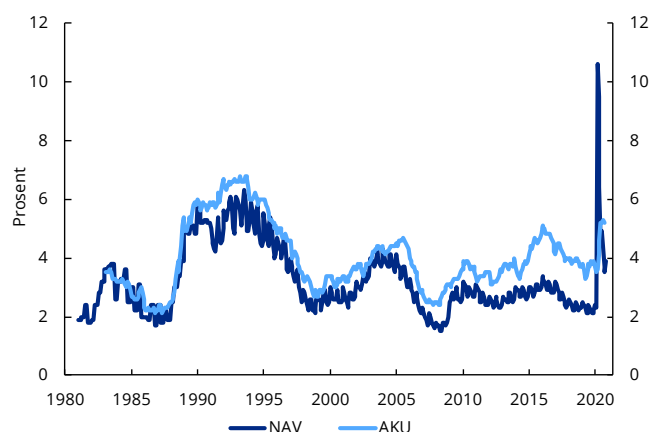
Prognosene for norsk økonomi har bedret seg noe siden våren 2020. Usikkerheten om den videre utviklingen i økonomien er imidlertid stor, blant annet som følge av økt smitte og nye nedstenginger av samfunnet gjennom høsten. Selv med positive vaksinenyheter vil det kunne ta lang tid før produksjon og sysselsetting er tilbake på samme nivå som før krisen.

Den registrerte arbeidsledigheten hos NAV steg dramatisk de første ukene etter nedstengingen i mars, se figur 1.10. Oppgangen var særlig drevet av et stort antall permitteringer. En del av de permitterte arbeidstakerne har etter hvert kommet tilbake i jobb, se figur 1.11.

Figur 1.9 Bruttoprodukt i utvalgte næringer*

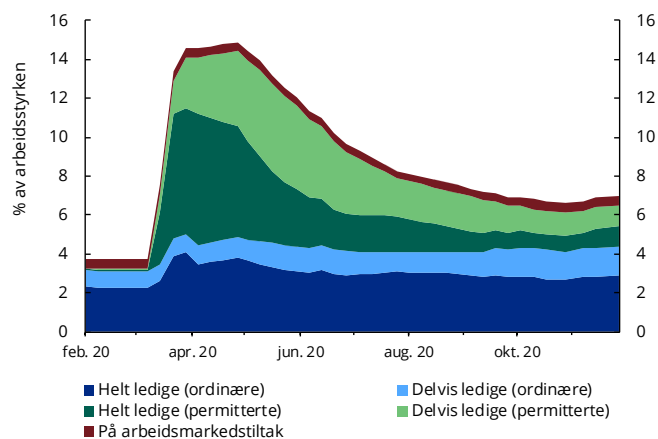


* Utgjør til sammen om lag 40 prosent av Fastlands-BNP. Kilde: Statistisk sentralbyrå

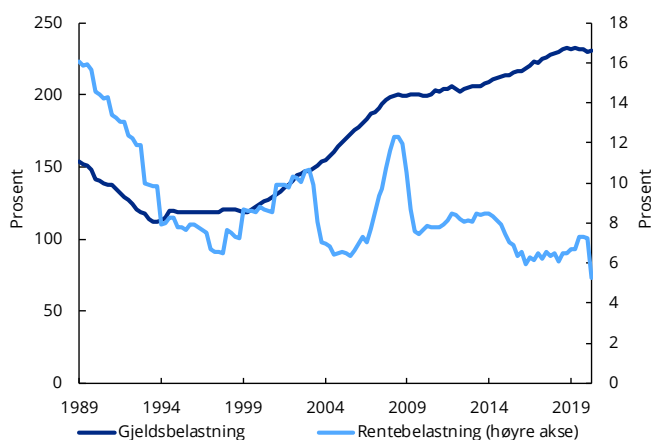
Figur 1.10 Arbeidsledighet, helt ledige¹

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

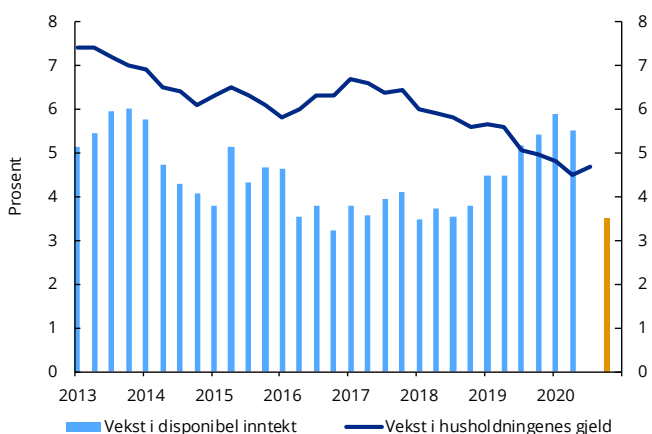
Figur 1.11 Registrert ledighet, grupper



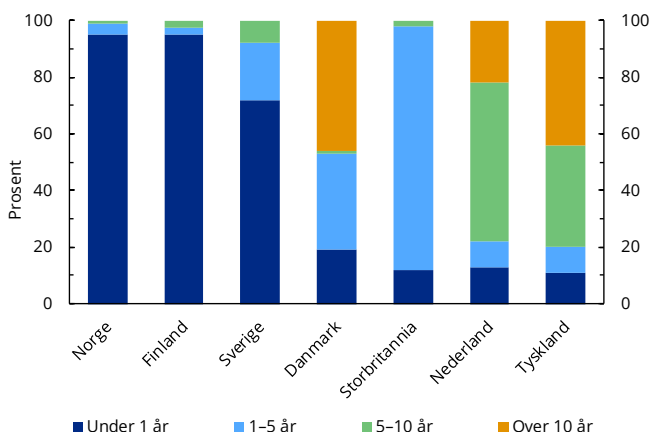
Kilder: NAV og Finanstilsynet

Figur 1.12 Husholdningenes gjeldsbelastning og rentebelastning


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Figur 1.13 Tolv månedersvekst i husholdningenes gjeld og disponible inntekt


Kvartalsvise data. Gul søyle er Statistisk sentralbyrås prognose for 2020. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Figur 1.14 Rentebindingsandeler


Kilder: Statistisk sentralbyrå og European Mortgage Foundation

Kraftige tiltak er iverksatt for å dempe tilbakeslaget i produksjon og sysselsetting og redusere risikoen for langvarige negative konsekvenser for økonomien. Styringsrenten til Norges Bank har ligget uendret på 0 prosent siden mai, og banken signaliserer at renten vil bli værende på dagens nivå en god stund framover. I tillegg er det innført krisetiltak i finanspolitikken som hovedsakelig er rettet inn mot å kompensere for inntektsbortfallet i privat sektor og begrense konkurser og tap av arbeidsplasser.

Høy gjeldsbelastning i mange husholdninger

Høy gjeldsbelastning i husholdningene utgjør en betydelig sårbarhet for finansiell stabilitet i Norge. Husholdningenes samlede gjeld anslås å tilsvare 123 prosent av Fastlands-BNP og 231 prosent av husholdningenes disponible inntekt i 2020, se figur 1.12. Dette er svært høye nivåer, både historisk og i internasjonal sammenheng. Mens gjeldsbelastningen er noe redusert i mange OECD-land etter finanskrisen, har den økt for norske husholdninger. Samtidig har andelen husholdninger med høy gjeldsgrad økt markant de siste årene. Det betyr at en større andel av husholdningene er mer sårbare for renteøkning og/eller inntektsbortfall enn tidligere.

Veksten i husholdningenes innenlandske gjeld har avtatt noe de senere årene, men har tatt seg opp igjen de siste månedene, se figur 1.13. Med utsikter til et langvarig lavt rentenivå og fortsatt boligprisvekst er det fare for at husholdningenes gjeldsbelastning vil øke ytterligere i tiden framover.

Husholdningenes gjennomsnittlige rentebelastning, målt som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt utenom renteutgifter, er historisk sett lav. Dette skyldes i stor grad det lave rentenivået, som, til tross for økt gjeld, har ført til nedgang i husholdningenes samlede renteutgifter relativt til husholdningsinntekten. Bare en liten andel av norske husholdningers gjeld har fast rente, se figur 1.14. Denne andelen har vært lav i flere år og har ikke økt i særlig grad etter rentenedgangen, som innebærer at økt rentenivå raskt vil slå ut i økte renteutgifter for husholdningene.

Veksten i boligprisene har tatt seg opp

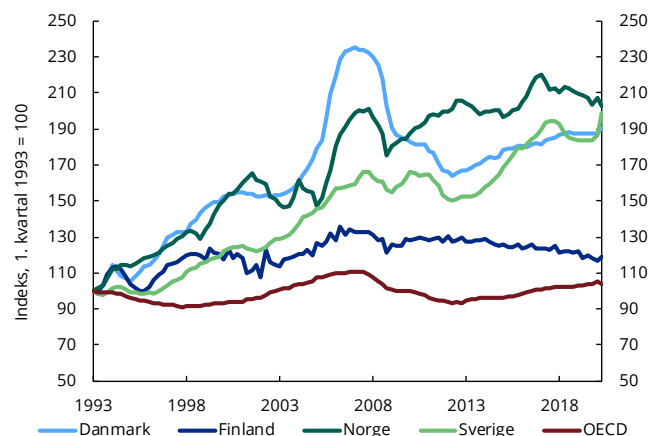
Utviklingen i boligpriser og husholdningenes gjeld henger nært sammen. Høyere boligpriser gir stigende boligformue og mulighet til å ta opp mer lån med pant i bolig. Økt tilgang til kreditt gir igjen mulighet til å kjøpe enda dyrere boliger. Denne gjensidige avhengigheten har over tid bidratt til sterk vekst i både gjeld og boligpriser. Boligprisene i Norge har økt mye over lang tid og betydelig mer enn disponibel inntekt per innbygger, se figur 1.15.

Boligprisene falt noe både i mars og april 2020, samtidig som strenge restriksjoner la en demper på aktivitetsnivået, mange arbeidstakere ble permittert, og oljeprisen falt kraftig. I den etterfølgende perioden har imidlertid boligprisene steget hver eneste måned, se figur 1.16. Denne prisveksten må særlig ses i lys av et rekordlavt rentenivå og finanspolitiske tiltak for å sikre husholdningenes inntekter.

Finanstilsynets boliglånsundersøkelse viser at en høyere andel nye nedbetalingslån gis med gjeldsgrad rundt 5, se figur 1.17. I tillegg innhenter Finanstilsynet hvert kvartal rapporter fra 24 finansforetak og filialer av utenlandske foretak, som viser at andelen innvilgede lån som går utover kravene i boliglånsforskriften har økt. Andelen i Oslo som avviker fra ett eller flere av kravene, utgjorde i første kvartal 2020 5,9 prosent. I tredje kvartal var andelen økt til 11,5 prosent, se figur 1.18. Kravet om maksimal gjeld på fem ganger inntekt har blitt en stadig mer dominerende avviksårsak for lån med pant i bolig i Oslo.

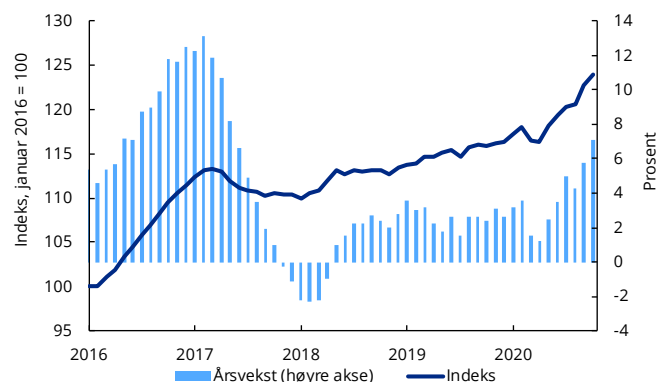
Utenfor Oslo utgjorde andelen som gikk utover ett eller flere av kravene i boliglånsforskriften, 7,1 prosent i første kvartal 2020. Dette var i tredje kvartal økt til 8,6 prosent. Også for disse lånene er kravet om maksimal gjeldsgrad på fem ganger inntekt den viktigste avviksårsaken, men det skiller seg mindre tydelig ut sammenlignet med avvik fra kravene til betjeningsevne og belåningsgrad.

Figur 1.15 Boligpriser deflatert med disponibel inntekt per innbygger. Utvalgte land



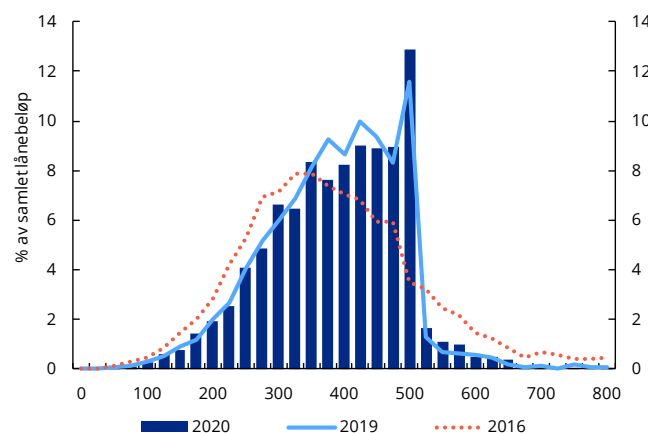
Kilde: OECD

Figur 1.16 Boligpriser



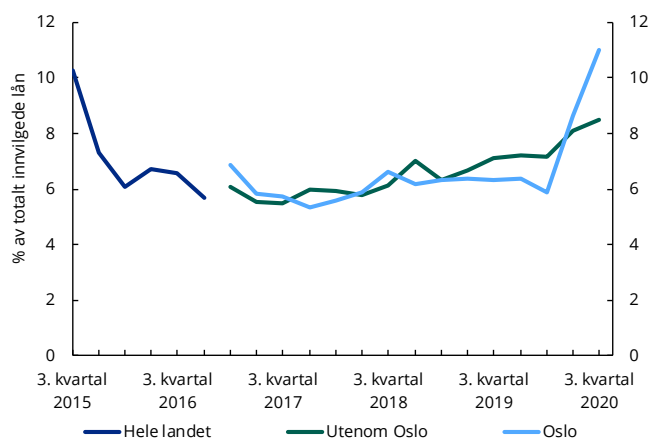
Kilder: Eiendom Norge, Finn.no, Eiendomsverdi og Refinitiv

Figur 1.17 Nye nedbetalingslån etter gjeldsgrad



Avmerkingen langs x-aksen er øvre grense i intervaller på 25 prosent for gjeldsgraden. Kilder: Boliglånsundersøkelsen og Finanstilsynet

Figur 1.18 Innvilgede lån utover kravene i boliglånsforskriften²



Kilde: Finanstilsynet

I oktober var boligprisene i Norge 7,1 prosent høyere enn i samme måned i 2019. Boligprisene i Oslo hadde økt med 9,5 prosent. Samtidig har aktiviteten i andrehåndsmarkedet tatt seg opp igjen. Per utgangen av oktober var antall solgte boliger så langt i år høyere enn i tilsvarende periode i 2018 og 2019. Både Norges Bank og Statistisk sentralbyrå venter at boligprisene vil fortsette å stige.

Næringseiendom

Etterspørselen etter næringseiendom er tett forbundet med utviklingen i næringslivet. I Oslo har det gjennomsnittlige leienivået på nye kontrakter i næringseiendom falt betydelig, men det er store forskjeller mellom de ulike segmentene. Det rapporteres om særlig stor leieprisnedgang for små og sentrale butikklokaler som følge av lavere omsetning. Innenfor netthandel og på de store kjøpesentrene har omsetningen fått et betydelig løft under pandemien. Markedet for denne typen næringseiendom har derfor ikke vært negativt påvirket av pandemien hittil.

Redusert reisevirksomhet har gitt et stort omsetningsfall for hotellbransjen. Nedgangen har vært særlig stor for storbyhotellene, mens mindre nisjehoteller har klart seg relativt bedre. Innen kontorlokaler har behovet for økt fleksibilitet og større omstillingsevne som følge av koronakrisen og usikre framtidsutsikter gitt opphav til nye og mer fleksible kontraktstyper. Blant annet kan vekstselskaper ha

behov for å justere arealtilgangen i takt med at virksomheten ekspanderer, for eksempel gjennom en kombinasjon av egne, faste lokaler og reservekapasitet i "kontorhotell". Dette kan føre til mer effektiv arealutnyttelse for foretakene, mens utleieselskapene kan bli sittende med en større del av risikoen for tomme lokaler og korte leiekontrakter.

Næringseiendomsselskaper står for den største andelen av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak, og sektoren er på den måten svært viktig for inntjeningen og soliditeten i bankene.

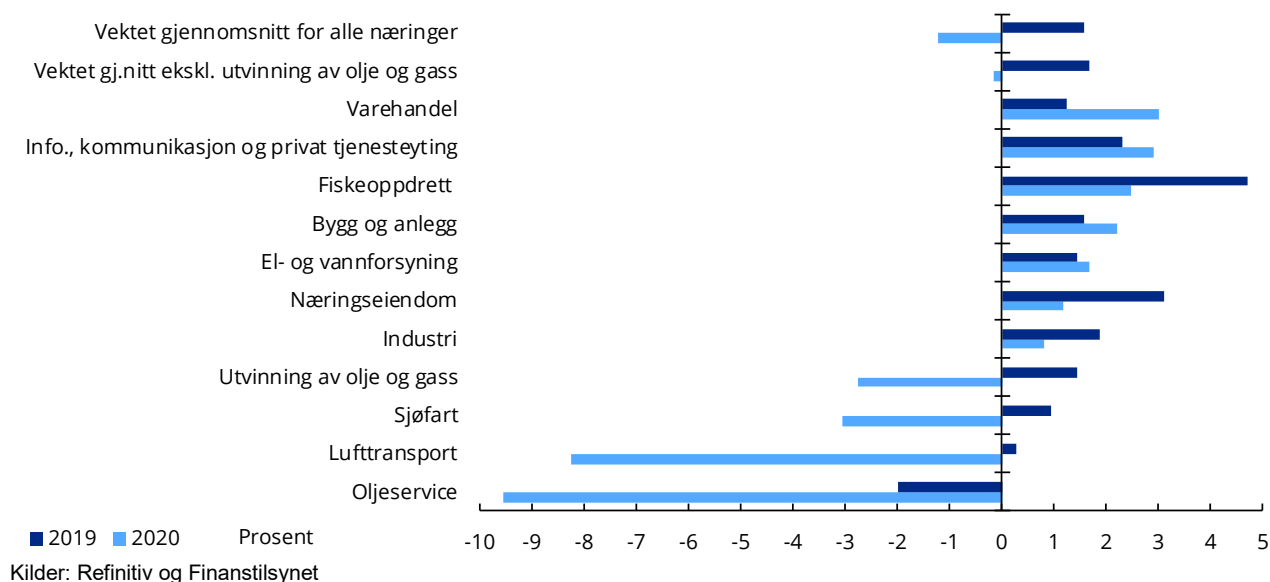
Forsikringsforetakene er også betydelig eksponert mot næringseiendom som investorer. Se nærmere omtale i kapittel 2 og 3. Mange av utlånene til næringseiendom er relativt sett store. Norges Bank har pekt på at store låneengasjementer kan representere en overproporsjonal risiko, både for den enkelte bank og for økonomien samlet. Dette er fordi tap på slike utlån kan slå signifikant ut i bankenes porteføljeavkastning og dermed bidra til en makroøkonomisk smitteeffekt ved at også andre kunder får redusert tilgang på kreditt og/eller økte renter.

Næringslivet for øvrig

Deler av norsk næringsliv er i likhet med næringslivet i andre land hardt rammet av covid-19-pandemien. Omfattende støttetiltak fra myndighetene rettet mot både næringslivet og husholdningene har så langt bidratt til å begrense de negative effektene. Videre er det tegn til at skattemyndighetene og mange leverandører og kreditorer så langt har vært forsiktige med å begjære selskap konkurs. I slutten av april vedtok Stortinget en midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av koronautbruddet. Loven trådte i kraft 11. mai.³ Disse forholdene har bidratt til at antall konkurser så langt ikke har endret seg i særlig grad sammenlignet med tidligere år. Antall konkursbegjæringer kan imidlertid øke betydelig utover i 2021.

De norske børsnoterte ikke-finansielle foretakenes samlede resultat etter skatt for de tre første kvartalene i 2020 ble kraftig svekket sammenlignet med tilsvarende periode i 2019. Målt i prosent av totale

Figur 1.19 Resultat etter skatt i prosent av totale eiendeler. Tre første kvartaler i 2019 og 2020. Norske ikke-finansielle foretak notert på Oslo Børs



eiendeler falt resultatet fra 1,6 prosent i 2019 til -1,2 prosent i 2020, se figur 1.19. Svekkelsen er størst i 'oljeservice', 'lufttransport' og 'sjøfart', hvor resultatet i prosent av totale eiendeler faller fra allerede svake nivåer i 2019. Noen næringer, herunder 'varehandel', har hatt en forbedring i resultatet sammenlignet med de tre første kvartalene i fjor. Næringer med negativt resultat etter skatt sto ved utgangen av tredje kvartal 2020 for nesten 60 prosent av den totale gjelden til de norske ikke-finansielle foretakene notert på Oslo Børs. Utviklingen i fjerde kvartal er usikker, men det er realistisk å anta at noen næringer vil bli negativt rammet av nye nedstenginger og strengere smitteverntiltak.

Hardt rammede næringer som overnatting, servering, reiseliv, kultur og underholdning og landbasert transport, er ikke med i figur 1.19 ettersom de ikke er representert med egne selskap på Oslo Børs. En stor andel av sysselsettingen i Norge er knyttet til disse næringene, men de har en liten andel av de ikke-finansielle foretakenes totale eiendeler og gjeld. Bruttoproduktet i disse næringene har falt kraftig siden utgangen av februar.⁴

Norske finansforetak er eksponert for klimatilpasninger

Parisavtalens målsetting om å begrense oppvarmingen til under 2 °C vil kreve en fundamental omlegging av global energibruk. Mange land har i den senere tid fastsatt mer ambisiøse mål for kutt i klimagassutslippene. EU-kommisjonen fremmet i september 2020 forslag om å øke EUs ambisjon for 2030 fra 40 til minst 55 prosent kutt i klimagassutslipp fra nivået i 1990. Den norske regjeringen meldte i februar 2020 inn et forsterket klimamål under Parisavtalen, med mål om å redusere utslippene i 2030 med minst 50 prosent og opp mot 55 prosent i forhold til klimagassutslippene i 1990.

Klimaendringene medfører ny økonomisk og finansiell usikkerhet. Det er usikkerhet om omfanget av klimaendringer og hvor raskt de vil komme, hvilke klimapolitiske tiltak som vil bli gjennomført, og de økonomiske konsekvensene av klimaendringer og tiltak. Det er også usikkerhet om den teknologiske utviklingen, som for eksempel metoder for fangst og lagring av karbon og utvikling av og kostnader ved fornybar energi. For finansforetak og investorer er det viktig med økt innsikt i foretaks eksponering for overgangsrisiko. Selv om oppmerksomheten rundt

klimarisiko har økt de senere årene, gir norske foretak i liten grad informasjon om finansielle konsekvenser av risikoer knyttet til bærekraft og klimarisiko.⁵ Rapportering av klimarisiko er i liten grad tallfestet og hensyntatt i verdsettelse av foretakenes eiendeler og forpliktelser. Finanstilsynet vil følge opp foretakenes bærekraftsrapportering framover.

Under klimatoppmøtet høsten 2019 sluttet Norge seg til et initiativ fra Sveits, Nederland og den uavhengige tenktanken 2° Investing Initiative (2DII) for å bringe finansforetaks porteføljer i samsvar med målene i Parisavtalen. Finansforetak (forsikringsforetak, pensjonskasser, banker og verdipapirforetak) vil tilbys et verktøy utviklet av 2DII for analyse og klimarisikostyring av verdipapir- og utlånsporteføljer. Initiativet tar sikte på en koordinert kartlegging i en rekke land. Finansdepartementet og Klima- og miljødepartementet vil tilby norske finansforetak å teste verktøyet tidlig i 2021. Finanstilsynet vil bistå i arbeidet. Se også omtale av IMF's analyse av klimarisiko for norske banker i kapittel 2.

Network for Greening the Financial System (NGFS), som Finanstilsynet og Norges Bank er medlemmer i, offentliggjorde våren 2020 klimascenarier som kan anvendes for analyse av overgangsrisiko i finansforetak. Scenarioene er ikke prognoser, men trekker opp utviklingsbaner som finansforetak og tilsynsmyndigheter kan anvende i egne scenarioanalyser og stresstester.⁶

Cyberisiko

Koronapandemien har bidratt til å akselerere den pågående digitaliseringen i samfunnet, herunder prosesser knyttet til hvordan vi arbeider, handler og betaler. Det kan over tid gi store gevinster for samfunnet. Når mer skjer digitalt, øker imidlertid også sårbarhetene knyttet til operasjonelle hendelser og ulike former for digitale angrep. Både privatpersoner, foretak og myndigheter risikerer at verdier og/eller svært sensitiv informasjon kommer på avveie og blir misbrukt.

Bruk av hjemmekontor har økt kraftig i omfang som følge av pandemien. Dette utfordrer sikkerheten i foretakenes IKT-løsninger ved at nye funksjoner blir utført hjemmefra, at omfanget av slikt arbeid øker og at foretakene ikke har tilstrekkelig kontroll på nettverkene medarbeiderne gjør bruk av ved oppkobling fra hjemmekontoret.

Digitale angrep, som hackerangrep, løsepengeangrep og svindelkampanjer, har økt de siste årene i både antall og alvorlighetsgrad. Slike angrep kan komme fra både private aktører og fremmede stater og kan være svært vanskelige å oppdage. Selv om foretakene i finanssektoren også opplever økning i uønsket aktivitet, har bruken av koronapandemien som del av angrepsbildet i seg selv ikke ført til særlig økning i antall sikkerhetsbrudd.

Antall digitale sikkerhetshendelser i norske finansforetak har økt noe fra 2019 til 2020. Samtidig viser de innrapporterte hendelsene at konsekvensene for foretakene så langt har vært lave. Det er observert en svak økning i såkalt phishing rettet mot å få tak i betalingsinformasjon, men forsøkene har i liten grad vært rettet direkte mot banker.

Når det gjelder tap ved svindel med betalingskort og kontobetalinger (nettbanker), synes tallene for første halvår 2020 å være noe lavere enn i andre halvår 2019, noe som kan tyde på at både regulatoriske krav og bankenes tiltak er hensiktsmessige.

EU-kommisjonen har foreslått nytt regelverk for digital operasjonell motstandsdyktighet (DORA). I forslaget stilles det en rekke krav til foretakenes arbeid med IKT-sikkerhet, slik det også gjøres i Finanstilsynets IKT-forskrift.

KAPITTEL 2 BANKER

Koronapandemien har ført til svakere resultater i norske banker så langt i 2020. Resultatene var særlig svake i første kvartal som følge av betydelige tapsavsetninger og har bedret seg de påfølgende kvartalene. Bankenes netto renteinntekter er redusert som følge av rentenedgangen. Som gruppe har norske banker likevel opprettholdt relativt god lønnsomhet, og bankenes tilbud av kreditt er ikke redusert. Dette må ses i lys av at kraftige finans- og pengepolitiske tiltak har bidratt til å begrense pandemiens negative virkning på norsk økonomi. Blant annet som følge av regulatoriske endringer hadde norske banker en kapitaldekning klart over gjeldende krav ved utgangen av tredje kvartal 2020. Bankene må ta høyde for at utlånstapene kan øke betydelig framover. Den store usikkerheten tilsier at bankene bevarer egenkapitalen ved å holde tilbake overskudd, slik at de er i god stand til å yte lån til kredittverdige kunder også i en situasjon med store utlånstap.

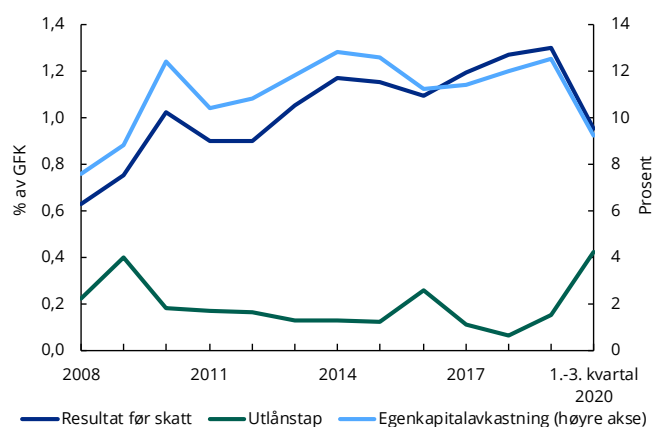
BANKENES LØNNSOMHET

Norske banker har hatt god lønnsomhet i perioden etter den internasjonale finanskrisen for litt over ti år siden. For bankene samlet var gjennomsnittlig egenkapitalavkastning i perioden 2009–2019 i overkant av 11 prosent, se figur 2.1. Lave utlånstap bidro til de gode resultatene. Samtidig har netto renteinntekter økt og driftskostnadene avtatt målt mot forvaltningskapitalen.

ØKTE TAP PÅ UTLÅN SVEKKET RESULTATENE

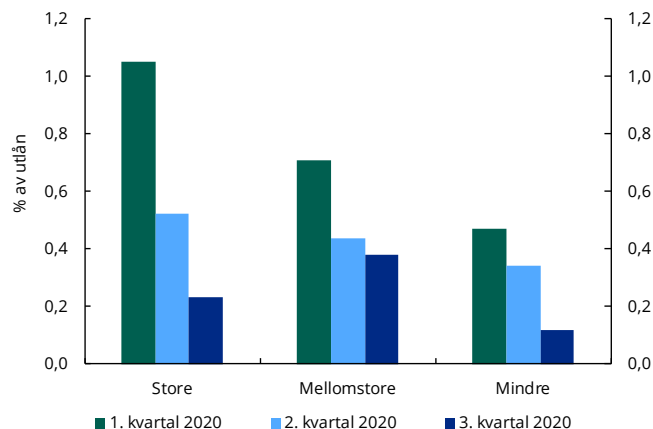
Bankene har regnskapsført betydelige utlånstap så langt i år. Dette gjelder i stor grad økte avsetninger på tapsutsatte utlån til offshorevirksomhet, men det kraftige tilbakeslaget i norsk økonomi etter koronautbruddet har også nødvendiggjort økte avsetninger. Bankenes tap på utlån tilsvarte 0,6 prosent av utlånsmassen etter tre kvartaler i 2020, mot

Figur 2.1 Bankenes lønnsomhet



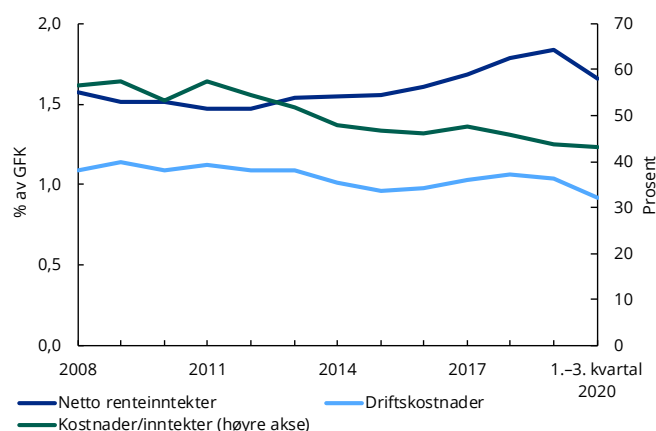
Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.2 Utlånstap per kvartal i 2020, grupper av banker



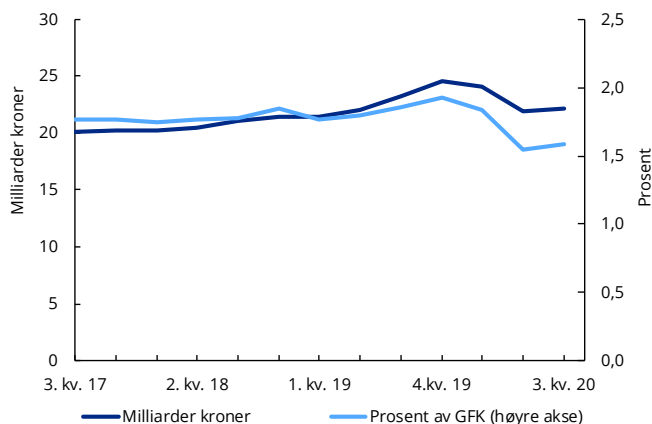
Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.3 Bankenes netto renteinntekter og driftskostnader



Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.4 Bankenes nettorenteinntekter per kvartal



Kilde: Finanstilsynet

0,2 prosent ett år tidligere. Bankene gjorde særlig store tapsavsetninger i første kvartal, med synkende tapsnivå de to neste kvartalene, se figur 2.2.

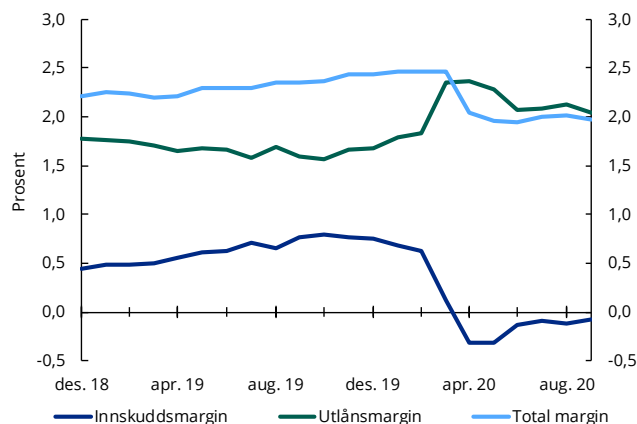
Dette er det høyeste nivået på utlånstap siden 2002. Samtidig har bankenes inntekter hatt en negativ utvikling i år. Etter en lengre periode med økte netto renteinntekter førte rentenedsettelsene i første halvår i år til en betydelig reduksjon i bankenes netto renteinntekter, se figur 2.3.

LAVERE RENTE LEGGER PRESS PÅ BANKENES VIKTIGSTE INNTEKTSKILDE

Norske bankers viktigste inntektskilde er netto renteinntekter, som er differansen mellom renteinntekter og rentekostnader. De siste årene har netto renteinntekter utgjort om lag tre fjerdedeler av bankenes totale driftsinntekter. Netto renteinntekter som andel av forvaltningskapitalen har økt de siste årene, se figur 2.3. Denne utviklingen snudde i første halvår 2020, se figur 2.4. Nedgangen var særlig stor i andre kvartal ettersom bankenes tilpasning til lavere styringsrente ble iverksatt sent i første kvartal og i andre kvartal.

Norges Bank reduserte våren 2020 styringsrenten i tre omganger fra 1,5 prosent til null for å begrense de økonomiske konsekvensene av pandemiutbruddet. Pengemarkedsrenten gikk ned i takt med disse rentekuttene. I en normalsituasjon gjennomfører bankene vanligvis renteendringer på utlån og innskudd samtidig, slik at marginen mellom disse er

Figur 2.5 Bankenes rentemarginer per måned



Kilde: Statistisk sentralbyrå

relativt stabil. Kraftige tiltak i den økonomiske politikken utløste sterke forventninger om at bankene raskt måtte senke utlånsrentene. Betydelige deler av bankenes eksponeringer mot bedriftskunder prises med en avtalt margin til en referanserente, gjerne Nibor, slik at kortsiktige svingninger i markedsrenten i noe mindre grad gir umiddelbare utslag på rentemarginene enn tilfellet er for personkunder. Som følge av to måneders varslingsfrist for reduksjon i innskuddsrenter kunne bankene ikke senke innskuddsrentene parallelt med utlånsrentene. Dette førte til en sterk reduksjon i rentemarginen på innskudd i mars og april, se figur 2.5. Flere år med økt innskuddsmargin, som bidro til økningen i netto renteinntekter, ble dermed reversert. Ved utgangen av september var innskuddsmarginen fremdeles negativ.

Innskudd fra kunder utgjør 45 prosent av bankenes totale finansiering. Lave, endog negative, marginer på en stor del av innskuddsfinansieringen får dermed en betydelig negativ effekt på bankenes inntjening. En vedvarende pengemarkedsrente nær null vil gjøre det vanskelig å øke innskuddsmarginen vesentlig da det i praksis er vanskelig å tilby kunder negativ innskuddsrente. Lavere renteinntekter på egenkapitalen som følge av det lave rentenivået har også bidratt til å redusere bankenes netto renteinntekter så langt i 2020.

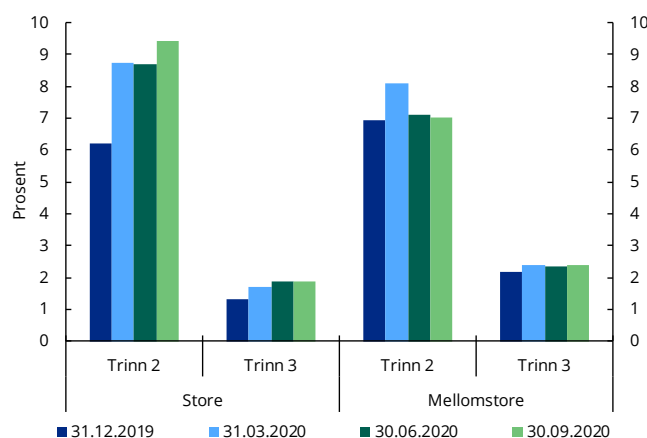
BANKENES TAPSAVSETNINGER SKAL GJENSPEILE FORVENTET TAP

Norske banker har hatt lave utlånstap i årene etter den internasjonale finanskrisen, men har økt tapsavsetningene siden utbruddet av pandemien. Tapene var særlig høye i første kvartal, i særdeleshet for eksponeringer mot oljerelaterte næringer. Etter tre kvartaler har bankene et samlet tapsnivå på 0,6 prosent av utlån (annualisert), som er det høyeste nivået siden 2002.

IFRS 9 erstattet 1. januar 2018 IAS 39 som regnskapsstandard for finansielle eiendeler.⁷ Under IFRS 9 skal foretakene avsette for forventet tap basert på beste tilgjengelige informasjon om historiske, nåværende og framtidige forhold på rapporteringstidspunktet. Forventet tap skal bygge på en objektiv og sannsynlighetsvektet analyse av alternative utfall. I beregningen av forventet tap skal finansielle eiendeler plasseres i ett av tre trinn. Trinn 1 inneholder friske utlån, og tapsavsetningen beregnes på grunnlag av forventet kreditttap over de neste tolv månedene. Utlån skal overføres til trinn 2 når det har vært en vesentlig økning i kredittrisikoen siden førstegangsinnregning. Kredittforringede utlån skal overføres til trinn 3. Et utlån regnes som kredittforringet når en eller flere hendelser som har negativ effekt på utlånets estimerte framtidige kontantstrøm, har inntruffet. For utlån i trinn 2 og 3 beregnes tapsavsetningen på grunnlag av forventet kreditttap over eiendelens forventede levetid.

Det er utfordrende å anslå forventede tap på utlån. Utbruddet av koronapandemien har ført til et kraftig økonomisk tilbakeslag og betydelig usikkerhet om den økonomiske utviklingen både internasjonalt og nasjonalt. Myndighetstiltak i Norge har så langt bidratt til å begrense de negative utslagene i mange næringer, og utvidede permitteringsordninger har skjermet de fleste lønnstakere mot store økonomiske problemer. Varigheten av pandemien og omfanget av ulike myndighetstiltak vil påvirke den videre økonomiske utviklingen. Bankenes anslag skal være forventningsrette og bygge på scenarioer som reflekterer beste anslag på den framtidige makroøkonomiske utviklingen basert på eksternt tilgjengelig informasjon.

Figur 2.6 Andel utlån med økt kredittrisiko, grupper av banker



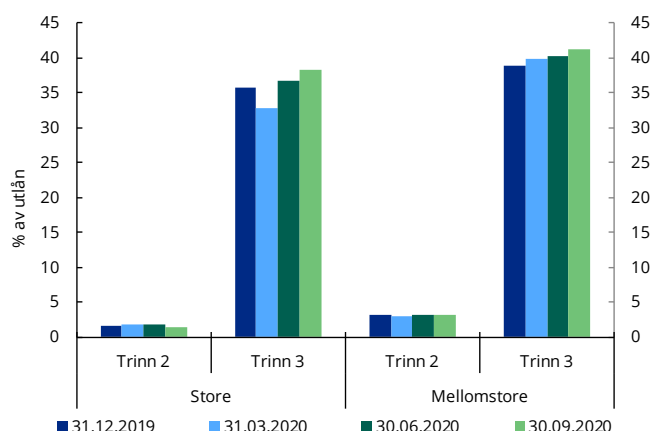
Kilde: Finanstilsynet

I en høykonjunktur eller en moderat lavkonjunktur, er utlånstapene som oftest lave. Under et kraftig økonomisk tilbakeslag kan imidlertid tapene bli svært høye, og det er viktig at bankene tar høyde for dette ved beregningen av forventede tap.

Med utsikter til betydelig svakere økonomisk utvikling enn forventet ved inngangen til 2020 vil det være naturlig om andelen utlån som anses kredittforringet eller å ha økt kredittrisiko, øker.

Tall for de større norske bankene⁸ viser at 8 prosent av utlånene ved inngangen til 2020 ble vurdert å ha vesentlig økt kredittrisiko. Ved utgangen av første kvartal, da usikkerheten om koronapandemien og de økonomiske konsekvensene var særlig stor, økte denne andelen til 10 prosent. Det meste av økningen var i trinn 2. I de to påfølgende kvartalene har det vært kun mindre endringer. Økningen i trinn 2 og trinn 3 siden årsskiftet skriver seg i stor grad fra de store bankene⁹, se figur 2.6. Flere av disse har betydelige eksponeringer mot oljerelaterte næringer, se omtale nedenfor. De mellomstore norske bankene har samlet sett nær uendret andel lån som anses å ha økt kredittrisiko siden årsskiftet. Bankenes vurdering av kredittkvaliteten siden årsskiftet er overraskende i lys av det kraftige økonomiske tilbakeslaget etter koronakrisen, der store deler av næringslivet er påført vesentlige innteksttap. Det vises i denne sammenheng til regnskapsstandardens krav til bankenes

Figur 2.7 Tapsavsetninger i prosent av trinnfordelt utlånsvolum, grupper av banker



Kilde: Finanstilsynet

tapsvurderinger. Tapsavsetningsnivået for utlån i trinn 3 har økt noe gjennom 2020 for både de store og de mellomstore bankene, se figur 2.7.

Bankenes tapsavsetninger har vært spesielt store for utlån til oljerelaterte næringer, noe som må ses i sammenheng med at deler av disse næringene i lengre tid har hatt svak lønnsomhet og overkapasitet. Koronapandemien og lavere oljepris har forsterket disse utfordringene. Oljerelaterte næringer er også særlig utsatt for klimarisiko som følge av overgangen til et lavutslippssamfunn, se omtale i boks 1.

Finanstilsynet følger regelmessig opp de fire største bankenes eksponering mot kunder i offshorenæringen. Ved utgangen av tredje kvartal 2020 var samlet offshoreeksponering for disse bankene om lag 54 mrd. kroner. Det er på samme nivå som ved utgangen av 2019 og en reduksjon på vel 22 mrd. kroner siden utgangen av 2016. Porteføljen utgjør om lag 4 prosent av disse bankenes samlede eksponering mot bedriftsmarkedet. Porteføljen fordeler seg med om lag 42 mrd. kroner på supply og seismikk og om lag 12 mrd. kroner på riggsegmentet. Samlede tapsavsetninger og konstaterte tap på porteføljen var 16,4 mrd. kroner ved utgangen av tredje kvartal 2020, som er 5,7 mrd. kroner høyere enn ved årsskiftet. Av det samlede tapet er om lag 5,1 mrd. kroner konstatert. Gjenstående tapsavsetninger på 11,3 mrd. kroner, var fordelt på 0,9 mrd. i trinn 2 og 10,4 mrd. i

trinn 3. Dette tilsvarte 21 prosent av samlet offshoreportefølje i disse fire bankene, som er en økning på 9 prosentpoeng siden utgangen av 2019.

Etter Finanstilsynets vurdering er det fortsatt stor nedsiderisiko knyttet til bankenes offshoreporteføljer. Skraping av skip i næringen har hittil vært lav, og det er fortsatt et høyt antall fartøyer i opplag og dermed et betydelig tilbudsoverskudd. Det er inngått nye restruktureringsavtaler i 2020, og andre restruktureringsprosesser pågår. Et resultat av de nylige restruktureringene er at bankene i større grad enn tidligere har konvertert utestående utlån til aksjer i selskapene.

Boks 1: IMF's analyse av klimarisiko for norske banker

IMF publiserte i november 2020 en analyse av klimarisiko i norske banker*. Analysen var del av IMF's gjennomgang av det norske finansielle systemet som ble gjennomført i 2019–2020 (Financial System Stability Assessment, FSAP). I rapporten peker IMF på den sentrale rollen oljenæringen har i den norske økonomien og risikoen for Norge og norske banker knyttet til overgangen til en lavutslippssamfunn. I analysen vurderes særlig effekter av klimapolitiske tiltak i form av økte karbonskatter.

Beregningene viser at kraftig økte karbonpriser vil svekke gjeldsbetjeningsevnen i norske foretak med høye karbonutslipp. IMF finner at gjeldsbetjeningsevnen, målt ved forholdet mellom inntjening før skatt og renteutgifter (EBIT) og renteutgifter, vil bli redusert særlig for foretak innen transport, avfallshåndtering og jordbruk, fiske og skogbruk. IMF anslår at i gjennomsnitt vil om lag 4 prosent av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak være risikoutsatte ved en karbonpris på 150 USD per tonn CO₂. IMF definerer risikoutsatte lån som lån til foretak der forholdet mellom EBIT og renteutgifter faller under 1. Beregningene indikerer at opptil 16 prosent av utlånene fra

banker som har høy andel utlån til risikoutsatte næringer, er risikoutsatte lån.

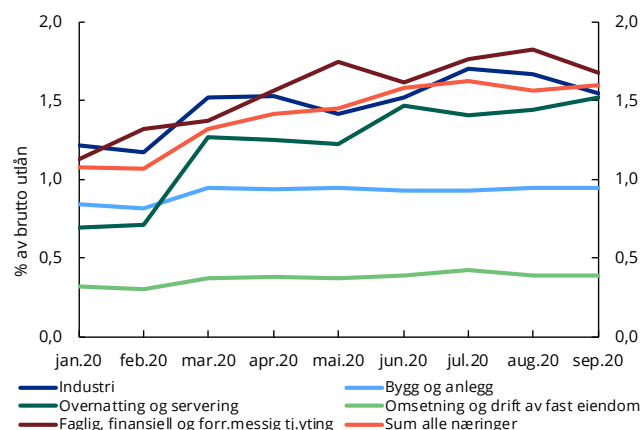
En kraftig økning i globale karbonpriser vil redusere produsentprisene og etterspørselen etter olje. Det vil svekke lønnsomheten i petroleumsvirksomheten og gi økte banktap. IMF anslår at en karbonpris på 75 USD eller 150 USD per tonn CO₂ kan redusere inntjeningen i petroleumsvirksomheten med henholdsvis 26,5 og 38 prosent. IMF anslår videre at bankenes tap på utlån kan øke med 0,9 prosentpoeng ved en karbonpris på 150 USD per tonn CO₂, som er på nivå med bankenes tap på utlån i fjerde kvartal 2016 etter oljeprisfallet i 2014.

I en annen beregning viser IMF til anslag for nødvendige reduksjoner i oljeproduksjonen internasjonalt dersom Paris-målene skal nås. Med dette som utgangspunkt analyseres økonomiske effekter i et scenario der norsk oljeproduksjon faller med 45 prosent og verdien av oljeselskaper notert på Oslo Børs reduseres med opptil 50 prosent. IMF legger til grunn, basert på historiske korrelasjoner i det norske aksjemarkedet, at aksjekursene for øvrige næringer vil reduseres tilsvarende. Beregningene indikerer at aksjekursfallet vil svekke husholdningenes finansielle formue direkte med 11–12 prosent.

Formuen antas å gå ytterligere ned som følge av at verdien av verdipapirplasseringene til forsikringsforetak, pensjonskasser og verdipapirfond (utenom pengemarkedsfond) faller med om lag 5 prosent.

*<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/11/08/Cli-mate-Related-Stress-Testing-Transition-Risks-in-Norway-49835>

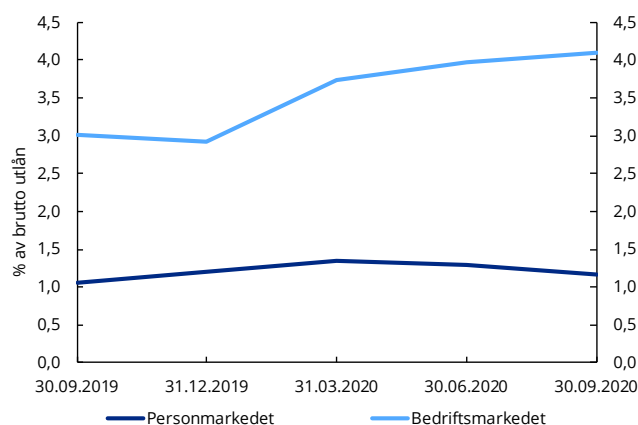
Figur 2.8 Bankenes tapsavsetninger som andel av brutto utlån til enkelt næringer



Kilde: Finanstilsynet

Det er betydelige forskjeller i bankenes tapsavsetninger for utlån til øvrige næringer. Overnattings- og serveringsvirksomheter har opplevd et kraftig fall i etterspørselen som følge av koronapandemien og tilhørende myndighetstiltak for å begrense smitten. Som andel av brutto utlån er tapsavsetningene i trinn 2 og 3 for denne næringen mer enn doblet siden årsskiftet. Nivået er likevel lavt og utgjorde 1,5 prosent av brutto utlån ved utgangen av september 2020, se figur 2.8. Videre har bankene betydelige eksponeringer mot næringseiendom, se omtale nedenfor. Strukturelle endringer¹⁰ i etterspørselen etter næringseiendom kan på sikt medføre økt kredittrisiko for slike utlån. Bankene har i løpet av koronapandemien økt tapsavsetningene for sine eksponeringer mot næringseiendom, men som andel av brutto utlån er nivået lavt sammenlignet med de fleste andre næringer. Samlet for alle næringer har tapsavsetningene i trinn 2 og 3 økt til 1,6 prosent av brutto utlån ved utgangen av september 2020, hovedsakelig drevet av økte tapsavsetninger i oljerelaterte næringer. Finanstilsynet forventer at styrene i bankene grundig vurderer avsetningsbehovet i lys av den økonomiske situasjonen.

Figur 2.9 Misligholdte engasjementer*



* Misligholdte over 90 dager og andre misligholdte engasjementer
Kilde: Finanstilsynet

ØKT MISLIGHOLD I BÅDE PERSON- OG BEDRIFTSMARKEDET

For norske banker har det vært en samlet nominell økning i misligholdte utlån til personmarkedet på 14 prosent det siste året. Misligholdte engasjementer som andel av brutto utlån utgjorde 1,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2020, se figur 2.9. Den samlede økningen i personmarkedet det siste året skyldes primært at andelen misligholdte lån hos forbrukslånbankene har økt. For lån til bedriftsmarkedet har volumet av misligholdte engasjementer økt med hele 44 prosent det siste året. Misligholdte næringslån utgjorde 4,1 prosent av brutto utlån ved utgangen av tredje kvartal, en økning på 1,1 prosentpoeng siste 12 måneder. Størstedelen av økningen fant sted i første kvartal 2020. Økningen var størst for gruppene av henholdsvis de store og de mindre bankene, der andelen for begge grupper utgjorde om lag 4,5 prosent av brutto utlån ved utgangen av tredje kvartal. For gruppen av mellomstore banker har det vært en svakere økning, til 2,5 prosent.

I en rekke land ble det i tilknytning til covid-19 innført generelle ordninger for avdragsfrihet i form av såkalte moratorier. I Norge er det ikke innført slike moratorier, men bankene har innvilget omfattende rente- og avdragsutsettelse til lånekunder.

Finanstilsynet har siden utbruddet av pandemien gjennomført en månedlig kartlegging av utlånsporteføljene til et utvalg av de større bankene. Kartleggingen har vist at bankene i utvalget har innvilget avdragsfrihet for mange kunder i tiden etter pandemiutbruddet. Ved utgangen av september hadde 3,5 prosent av utlånene til bedriftskunder fått innvilget avdragsfrihet, hvorav det for hoveddelen var gitt avdragsfrihet i inntil seks måneder. For utlån fra ordinære banker (dvs. uten forbrukslånbanker) til personkunder var det innvilget avdragsfrihet for 8,4 prosent av utlånene. Også for denne kundegruppen var avdragsfriheten i hovedsak kortere enn seks måneder.

Det europeiske banktilsynet, EBA, publiserte 20. november 2020 aggregerte tall for bruken av betalingsutsettelse og offentlige garantier.¹¹ Det er stor variasjon mellom europeiske land. For bankene samlet var det innvilget betalingsutsettelse for 9 prosent av totale utlån til bedrifter ved utgangen av juni, som er betydelig høyere enn i norske banker. For utlån til personkunder var omfanget 6 prosent, som er noe lavere enn i norske banker.

Økningen i andelen lån med avdragsfrihet har ikke ført til en tilsvarende økning i andelen lån som bankene har merket med betalingslettelse, eller i andelen misligholdte lån. Hovedregelen er at endringer av betalingsplanen for å avhjelpe finansielle problemer hos skyldneren skal anses som betalingslettelse. Endringer av betalingsplanen for kredittverdige kunder som er rammet av en kortvarig likviditetsmangel som følge av koronapandemien, er ikke nødvendigvis å anse som lettelse etter regelverket. I mars 2020 uttalte EBA at endringer av betalingsplanen, inkludert utsettelse av renter og avdrag, for kredittverdige kunder som er rammet av en kortvarig likviditetsmangel som følge av koronapandemien, ikke nødvendigvis må føre til klassifisering som mislighold og lettelse (forbearance).¹²

En anmodning fra låntaker om betalingsutsettelse kan være knyttet til varige betalingsproblemer. Finanstilsynet understreker, i likhet med det EBA gjorde i september 2020, at bankene må foreta grundige vurderinger av hver enkelt låntaker og

klassifisere lån i tråd med regelverket.¹³ Det er viktig at bankene har god styring på kredittrisikoen i porteføljen og tidlig identifiserer kunder med betalingsproblemer.

BANKENES EKSPONERINGER MOT EIENDOMSRELATERTE NÆRINGER

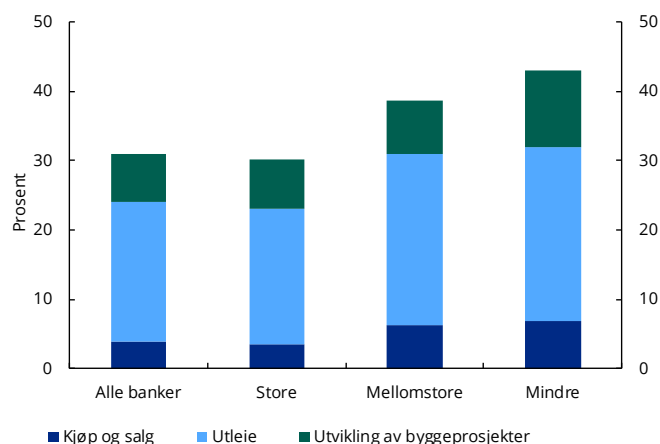
Ved utgangen av 2019 var om lag 90 prosent av norske bankers bevilgede engasjementer til ikke-finansielle foretak (trukne utlån, uutnyttede kreditter og garantier) knyttet til næringer som har blitt eller forventes å bli rammet av koronakrisen, jf. omtalen i Finansielt utsyn juni 2020. Utlån til næringseiendom¹⁴ utgjør en vesentlig del av disse utlånene, med om lag 30 prosent. Andelen bevilgede engasjementer til næringseiendom er størst hos de mindre bankene, se figur 2.10. Samtidig er mange av bankenes utlån til næringseiendom av betydelig størrelse.

SOLIDITET

BANKENE VAR GODT RUSTET VED INNGANGEN TIL KORONAKRISEN

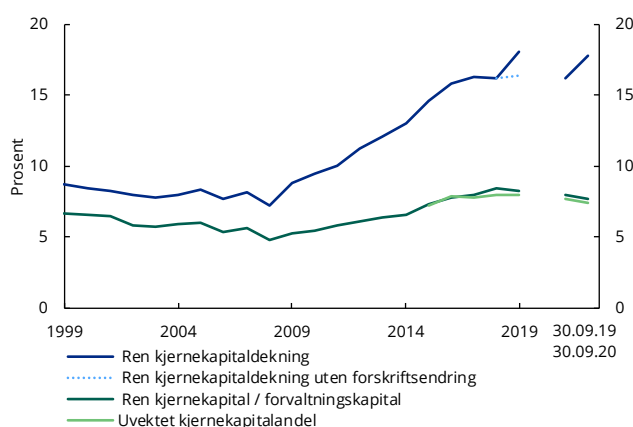
Bankenes soliditet målt ved ren kjernekapitaldekning har økt de siste årene, se figur 2.11. Ved utgangen av tredje kvartal 2020 var ren kjernekapitaldekning i norske banker 17,8 prosent, mot 16,2 prosent ett år tidligere. Lavere risikovekter som følge av økt bruk av interne målemetoder for kredittrisiko (internal ratings based approach, IRB) og høyere vekst i utlån til personmarkedet enn til bedriftsmarkedet over lang tid har bidratt til at risikovektet kapitaldekning har økt. Innlemmelsen av det europeiske soliditetsregelverket i EØS-avtalen fra 31. desember 2019 innebar blant annet bortfall av Basel 1-gulvet for IRB-banker og innføring av SMB-rabatten for beregning av kapitalkrav for engasjementer mot små og mellomstore bedrifter. Disse to regelendringene påvirker ikke bankenes reelle soliditet, men bidro til å øke bankenes målte rene kjernekapitaldekning med 1,5 prosentpoeng ved utgangen av 2019. Siden utgangen av 2019 har ren kjernekapitaldekning blitt redusert med 0,2 prosentpoeng. Nedgangen forklares i stor grad av økt beregningsgrunnlag, blant annet som følge av svekket kronekurs.

Figur 2.10 Utlån til næringseiendom som andel av totalt bevilgede engasjementer til ikke-finansielle foretak



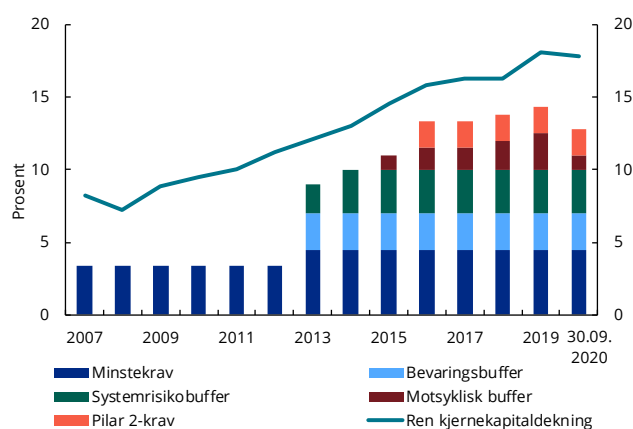
Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.11 Bankenes soliditet



Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.12 Ren kjernekapital og krav til ren kjernekapital for norske banker*



* DNB Bank er i tillegg underlagt krav om buffer for systemviktige banker. Kilde: Finanstilsynet

Norske banker oppfyller gjeldende kapitalkrav med god margin. Til tross for en nedgang i samlet ren kjernekapitaldekning så langt i 2020 har avstanden til bankenes kapitalkrav økt ytterligere, se figur 2.12¹⁵. Det skyldes først og fremst at Finansdepartementet i mars reduserte den motsykliske kapitalbufferen fra 2,5 til 1,0 prosent for å motvirke at en strammere utlånspraksis i bankene skulle forsterke nedgangen i norsk økonomi. Ved utgangen av tredje kvartal hadde de fleste bankene en betydelig margin til kravet.

Bankenes uvektede kjernekapitalandel (leverage ratio) var 7,4 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2020, som er 0,6 prosentpoeng lavere enn ved utgangen av 2019. Reduksjonen kan i stor grad forklares av en økning i bankenes balanser som følge av svakere krone (øker kroneverdien av utlån i valuta).

For å gjøre finansforetak best mulig rustet til å håndtere betydelige tap som kan oppstå, legger europeiske tilsynsmyndigheter stor vekt på å bevare foretakenes soliditet. Som ledd i dette arbeidet offentliggjorde Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) 8. juni en anbefaling til relevante myndigheter i EØS om å be blant annet banker og forsikringsforetak om å avstå fra å dele ut utbytte og kjøpe tilbake egne aksjer i det minste fram til 1. januar 2021. Tiltaket skal bidra til finansiell stabilitet, og anmodningen skal rettes til alle berørte foretak, uavhengig av det enkelte foretaks økonomiske stilling.

Finansdepartementet, som er norsk makrotilsynsmyndighet, meddelte ESRB 1. juli i år at departementet vil følge anbefalingen. Andre europeiske tilsynsmyndigheter har også erklært at de vil følge anbefalingen. Dette gjelder bl.a. Den europeiske sentralbanken (ECB), Finansinspektionen i Sverige, Finansinspektionen i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Det er ventet at ESRB senere i år vil vurdere om anbefalingen skal forlenges, eventuelt endres.

Boks 2: Kommende endringer i kapitaldekningsregelverket

Finansdepartementet besluttet i desember 2019 å øke kravet til systemrisikobuffer og å innføre midlertidige gulv for gjennomsnittlig risikovekting av lån til bolig og næringseiendom.

Systemrisikobuffersatsen økes fra 3 til 4,5 prosent fra utgangen av 2020 for foretak som bruker avansert IRB, og fra utgangen av 2022 for øvrige foretak. For bankenes engasjementer i utlandet skal systemrisikobuffersatsen som er fastsatt av myndighetene i vedkommende land, brukes såfremt kravet er rettet mot systemrisiko i landet og gjelder for alle banker. For engasjementer i land som har innrettet systemrisikobufferen annerledes enn dette, skal satsen være 0 prosent.

Finansdepartementet har også varslet at det innføres nye midlertidige gulv for gjennomsnittlig risikovekting av lån til bolig og næringseiendom for IRB-banker på henholdsvis 20 og 35 prosent. De fleste norske banker ligger allerede på eller over disse nivåene, men risikovektene kan øke for enkelte utenlandske banker dersom gulvene gjøres gjeldende for dem.

Nivået på systemrisikobufferen og gulvkravene skal etter EU-reglene revurderes minimum hvert annet år.

Våren 2019 ble det vedtatt endringer i EUs kapitalkravsregelverk og krisehåndteringsregelverk ("bankpakken"). Endringene inneholder bl.a. minstekrav til uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio), krav om stabil og langsiktig finansiering (NSFR) og større fleksibilitet for nasjonale myndigheter til å gjennomføre tiltak for å håndtere ulike former for systemrisiko, herunder

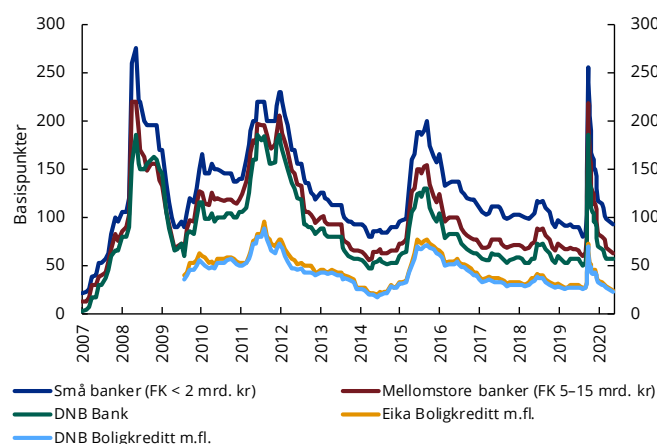
økte kapitalbufferkrav og minstekrav til risikovekting av utlån med pant i eiendom. I tillegg videreføres og utvides den såkalte SMB-rabatten, og det blir innført et nytt fradrag i kapitalkravet for utlån til visse infrastrukturprosjekter.

I Norge ble det i 2017 innført et bindende krav til uvektet kjernekapitalandel på 3 prosent for de fleste finansforetak, samt bufferkrav for banker. Den reviderte kapitalkravsforordningen (CRR2) innfører et bindende krav til uvektet kjernekapitalandel på 3 prosent. Det er åpnet for at tilsynsmyndighetene kan pålegge et høyere krav dersom de finner at kravet ikke er tilstrekkelig til å dekke foretaksspesifikk risiko. Tilsynsmyndighetene kan også gi uttrykk for en forventning til nivået på uvektet kjernekapitalandel.

CRR2 utvider kapitalkravsrabatten for utlån til små og mellomstore bedrifter. Grensen for hvilke lån som etter den såkalte SMB-rabatten skal gis en 23,81 prosent reduksjon i det risikovektede beregningsgrunnlaget, øker fra 1,5 millioner til 2,5 millioner euro. I tillegg innføres en rabatt på 15 prosent for slike lån over 2,5 millioner euro. Det innføres også en ny rabatt på 25 prosent for investeringer i infrastrukturprosjekter som tilfredsstiller visse krav til risiko og forutsigbarhet for framtidige kontantstrømmer.

En arbeidsgruppe ledet av Finanstilsynet med representanter fra Finansdepartementet, Norges Bank og Bankenes sikringsfond har utarbeidet forslag til gjennomføring av bankpakken i norsk regelverk. Finansdepartementet har sendt forslaget på høring med frist 6. januar 2021.

Figur 2.13 Risikopåslag på seniorobligasjoner og OMF



Kilde: DNB Markets

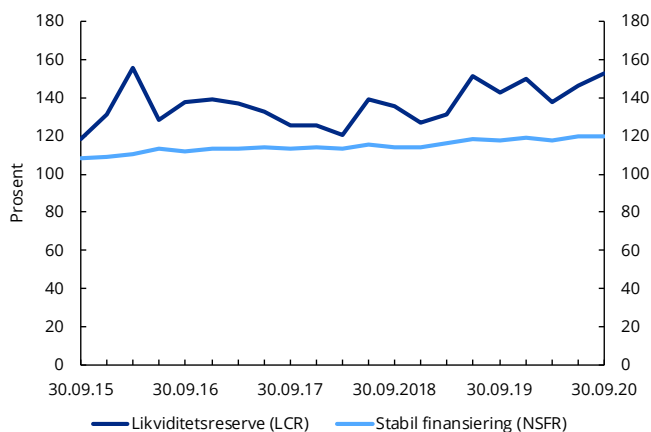
BANKENES TILGANG TIL FINANSIERING ER GOD

Risikopåslagene på kredittinstitusjonenes obligasjonsfinansiering økte i starten av mars 2020 til om lag samme nivå som under den globale finanskrisen i 2008. De høyeste nivåene ble nådd allerede uken etter at myndighetene 12. mars iverksatte de første smitteverntiltakene, se figur 2.13. I de påfølgende ukene var det få utstedelser, og tilgangen på ny finansiering var begrenset.

Norges Bank innførte ekstraordinære likviditetstiltak 12. mars for å stabilisere det norske pengemarkedet. I tillegg fastsatte regjeringen en omfattende tiltakspakke for å sikre likviditeten i ikke-finansielle foretak og opprettholde kjøpekraften i husholdningene. Norges Bank annonserte i august at de ekstraordinære likviditetstiltakene opprettholdes ut året for banker i Norge, men at de vil redusere hyppigheten og antall løpetider. Fra og med september legger Norges Bank ut ett ekstraordinært F-lån med tre måneders løpetid hver måned med full tildeling og et påslag som ligger 15 basispunkter høyere enn tilsvarende auksjoner før september.

Norges Banks tiltak har styrket bankenes tilgang på likviditet i en periode hvor det var krevende å hente ny finansiering i markedet. Ved utgangen av oktober var risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) tilbake på samme nivå som før økningen i mars, mens risikopåslagene på seniorobligasjoner fortsatt

Figur 2.14 Likviditetsreserve og stabil finansiering



Kilde: Finanstilsynet

var noe høyere. Færre banker deltar i Norges Banks auksjoner, og de utestående volumene er lavere enn tidligere. Finansmarkedene fungerer mer normalt, og bankene finansierer seg i penge- og kapitalmarkedene på vanlig måte.

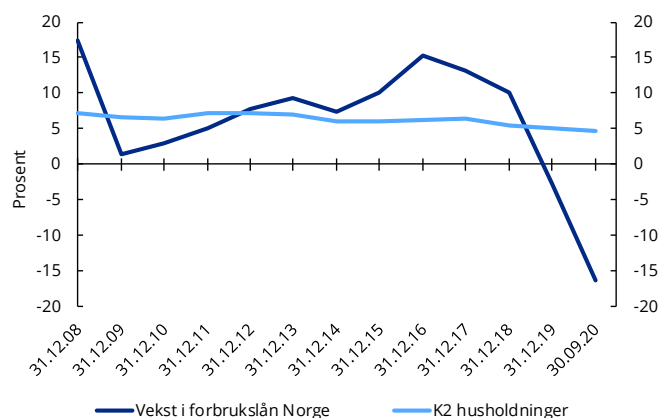
NORSKE BANKER HAR IKKE HATT BEHOV FOR Å BRUKE AV LIKVIDITETSBUFFERNE

De norske bankene var godt rustet til å møte markedsuroen i mars, blant annet som følge av kravet til likviditetsreserve (Liquidity Coverage Ratio, LCR). Hensikten med dette kravet er å sikre at bankene har tilstrekkelige reserver til å innfri forpliktelser i perioder med markedsuro. LCR skal utgjøre minst 100 prosent av antatt netto likviditetsutgang i stressperioder på 30 dager. Kravet gjelder for forpliktelser i alle valutaer samlet og for forpliktelser i viktige enkeltvalutaer.

Likviditetsreserven skal bestå av en portefølje av eiendeler med høy kvalitet og likviditet som kan omsettes også i et stress. Kvalifiserte verdipapirer omfatter blant annet sikre gjeldspapirer utstedt av stater, obligasjoner med fortrinnsrett og andre verdipapirer som har høy kredittrating og historikk som viser høy omsettelighet.

Likviditetsregelverket har økt bankenes etterspørsel etter likvide papirer og ført til at bankene ved inngangen til krisen i mars hadde en portefølje av likvide papirer til å dekke likviditetsbehovet.

Figur 2.15 Tolv månedersvekst i det norske markedet for forbrukslån og husholdningenes innenlandsgjeld (K2)



Kilder: Finanstilsynet og Statistisk sentralbyrå (K2)

Finanstilsynet har fulgt likviditetssituasjonen tett og kunngjorde 13. mars at foretakene i den stressede situasjonen kunne bruke av likviditetsreserven for å dekke likviditetsutgangen. Dette ble i liten grad gjort, men beholdningen av likvide eiendeler sikret bankene tilgang til Norges Banks ekstraordinære likviditets tiltak ved å pantsette deler av likviditetsreserven.

Den månedlige rapporteringen av likviditetsreserve til Finanstilsynet, og ekstraordinær likviditetsrapportering igangsatt i mars og avsluttet i juni, viser at ingen av de norske bankene har hatt betydelige likviditetsutfordringer. Det vektete gjennomsnittet av LCR for alle banker under norsk tilsyn har ikke vært lavere enn normalt, og alle norske banker tilfredsstilte kravene på både totalnivå og i signifikante valutaer ved kvartalslutt. Ved utgangen av tredje kvartal var vektet gjennomsnittlig LCR for norske banker 144 prosent, som er høyere enn normalt for tredje kvartal, se figur 2.14.

For å begrense bankenes refinansieringsrisiko er det viktig at eiendeler med lang løpetid, som utlån til husholdninger og bedrifter, er langsiktig finansiert. Bankene har økt graden av stabil finansiering (Net stable funding ratio, NSFR) de siste årene. Ved utgangen av tredje kvartal 2020 var vektet gjennomsnittlig NSFR for norske banker 120 prosent, se figur 2.14. Dette er det høyeste nivået siden rapporteringen startet i 2014. I endringene av

kapitalkravsforordningen og -direktivet (CRR 2 / CRD V), som ble vedtatt av Europaparlamentet og Rådet i mai 2019, inngår et bindende minstekrav for NSFR på 100 prosent. Minstekravet trer i kraft i EU 28. juni 2021. Det norske regelverket er under arbeid.

FORBRUKSLÅN

SYNKENDE UTLÅNSVOLUM, MEN ØKNING I MISLIGHOLD

Utlånsvolumet i det norske forbrukslånemarkedet har falt kraftig det siste året etter flere år med sterk vekst. Nedgangen er forsterket under koronapandemien, og flere foretak melder om lavere etterspørsel etter forbrukslån.

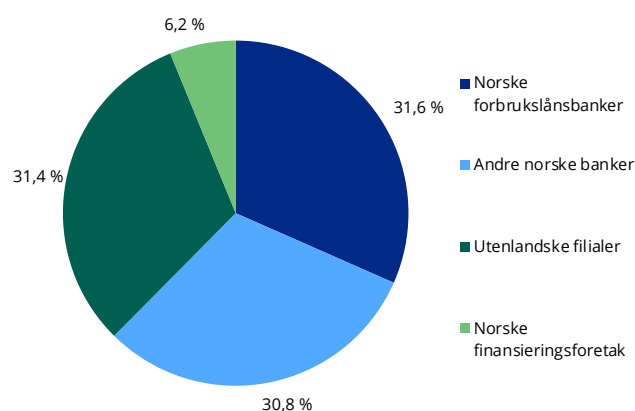
For de 34 foretakene som inngår i Finanstilsynets undersøkelse av forbrukslån, falt utlånene i det norske markedet med 16 prosent siste tolv måneder fram til utgangen av tredje kvartal 2020, se figur 2.15. Justert for salg av porteføljer i perioden 30. september 2019 til 30. september 2020 var nedgangen i utlånsvolum siste tolv måneder 13 prosent.

I Finanstilsynets utvalgsundersøkelse ved utgangen av tredje kvartal 2020 hadde norske forbrukslånbanker¹⁶ en andel på om lag 32 prosent av forbrukslånene i Norge, som var om lag lik andelene til utenlandske filialer og andre norske banker, se figur 2.16.

Inntjeningen i forbrukslånemarkedet er redusert de siste årene, men lønnsomheten er fortsatt god for enkelte av foretakene. Sammenlignet med tidligere år har lavere netto renteinntekter og større tap svekket resultatet blant foretakene som inngår i Finanstilsynets undersøkelse, se figur 2.17. Utlånstapene for foretakene samlet utgjorde 3,4 prosent (annualisert) i første til tredje kvartal 2020. For norske forbrukslånbanker utgjorde tapene 4,8 prosent (annualisert) i samme periode. For samtlige bankers totale utlån var tapene til sammenligning 0,6 prosent (annualisert).

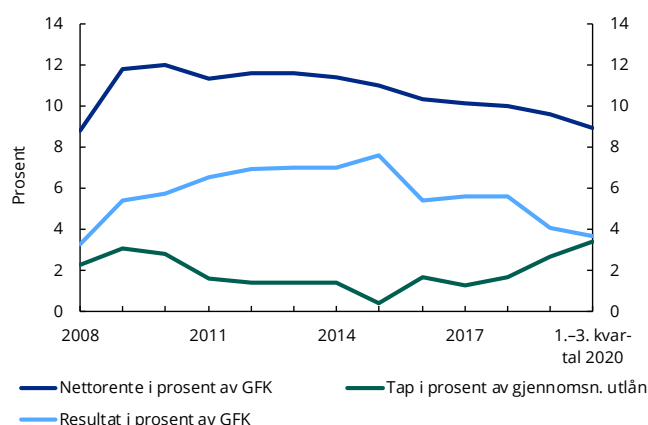
Det har vært en økning i omfanget av misligholdte forbrukslån blant foretakene som inngår i Finanstilsynets undersøkelse, til tross for deres salg av porteføljer med misligholdte lån, se figur 2.18. Ved utgangen av tredje kvartal 2020 lå misligholdet på

Figur 2.16 Fordeling av forbrukslån i Norge – 30.09.2020



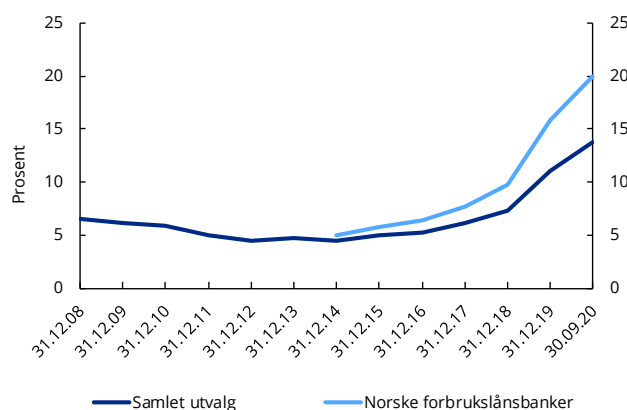
Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.17 Resultatutvikling forbrukslån



Resultatutviklingen gjelder for totale forbrukslån i foretakene, inkludert norske foretaks utlån i utlandet. Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.18 Mislighold over 90 dager i prosent av forbrukslån



Misligholdet gjelder for totale forbrukslån i foretakene, inkludert norske foretaks utlån i utlandet. Kilde: Finanstilsynet

KAPITTEL 2 BANKER

13,8 prosent. Dette inkluderer mislighold av forbrukslån gitt av norske foretak til kunder i utlandet. Misligholdet var 2,8 prosentpoeng høyere enn ved utgangen av 2019. Norske forbrukslån banker hadde en misligholdsandel på 20,0 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2020, som var 4,2 prosentpoeng høyere enn ved utgangen av 2019. Til sammenligning var misligholdsandelen for samtlige norske bankers totale utlån 1,1 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2020.

Misligholdsandelen for norske forbrukslån banker er også høy sammenlignet med tilsvarende banker i andre land. Det vises i denne sammenheng til at misligholdsandelen for svenske konsumtions-kreditforetak (banker og kredittforetak med forbrukslån som forretningsområde) ved utgangen av tredje kvartal 2020 var på 13 prosent.¹⁷

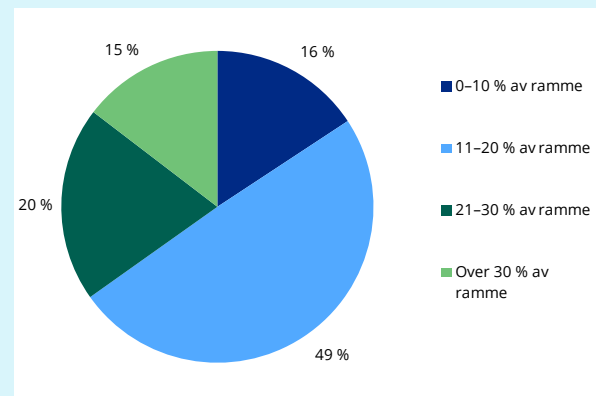
Det er stor usikkerhet om den videre utviklingen i koronapandemien og konsekvensene for norsk og internasjonal økonomi. Økt arbeidsledighet og bortfall av inntekt vil kunne føre til at enda flere låntakere ikke klarer å betjene forbrukslånene. Etter Finanstilsynets vurdering er det betydelig risiko for fortsatt økning i andelen misligholdte lån og økte tap.

Finanstilsynet publiserte i november 2020 en rapport om utviklingen i forbruksgjeld¹⁸ med bred omtale av forbrukslånsmarkedet. I rapporten omtales blant annet foretakenes etterlevelse av forbrukslånsskriften, utviklingen i forbruksgjeld til inkasso og gjeld registrert i Gjeldsregisteret.

Boks 3: Lånegarantiordningen

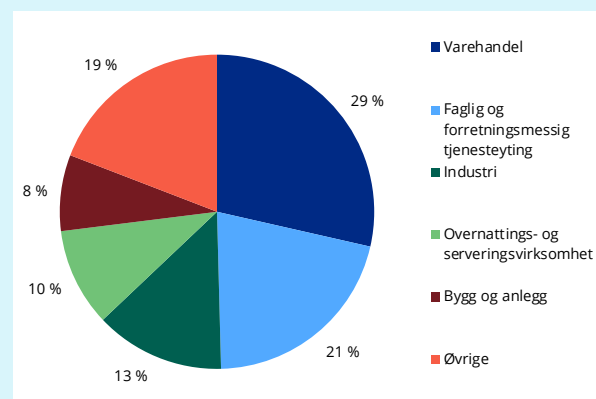
Lånegarantiordningen er ett av flere tiltak regjeringen har iverksatt for å hjelpe bedrifter gjennom krisen som har oppstått etter utbruddet av koronapandemien. Etter ordningen kan banker og andre finansforetak yte lån til bedrifter med en statlig garanti på 90 prosent av lånebeløpet. Samlet ramme er 50 mrd. kroner.

Figur 3.A Fordeling av finansforetak etter andel av allokeret ramme benyttet



Næringen faglig og forretningsmessig tjenesteyting inkluderer tjenesteytende næringer ellers. Kilder: Finanstilsynet og GIEK per 2.10.2020

Figur 3.B Innvilget utlånsvolum fordelt på næringsgrupper



Næringen faglig og forretningsmessig tjenesteyting inkluderer tjenesteytende næringer ellers. Kilder: Finanstilsynet og GIEK per 2.10.2020

For majoriteten av finansforetakene var 20 prosent eller mindre av tildelt ramme benyttet per 2. oktober, se figur 3.A. Av den totale rammen var 9,7 mrd. kroner benyttet, som tilsvarer 19,4 prosent. Bedrifter innen varehandel, faglig og forretningsmessig tjenesteyting og industri har benyttet ordningen i størst grad, tett etterfulgt av overnattings- og serveringsvirksomhet og bygg og anlegg, se figur 3.B. Næringene som i størst grad har benyttet ordningen, er også blant næringene som har blitt hardest rammet av koronapandemien.

KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

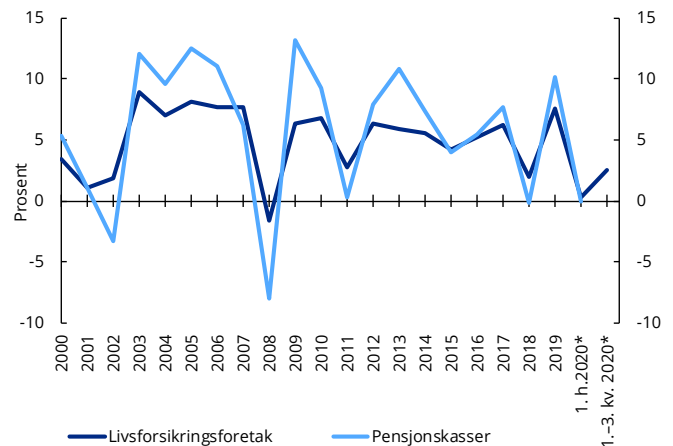
Koronapandemien har svekket foretakenes lønnsomhet så langt i 2020. Aksjemarkedene falt kraftig i første kvartal. Til tross for at markedene i stor grad har hentet seg inn igjen i andre og tredje kvartal, er verdifallet på aksjer fortsatt hovedårsaken til lavere investeringsinntekter og svakere resultat for livsforsikringsforetakene og pensjonskassene så langt i år. Solvenskapitaldekningen i livsforsikringsforetakene og i de største pensjonskassene er noe bedret siden inngangen til året. Uten overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger er solvenskapitaldekningen imidlertid lavere enn ved utgangen av 2019. Det lave rentenivået byr på utfordringer for pensjonsinnretningene framover. Skadeforsikringsforetakene hadde et sterkere resultat i første til tredje kvartal 2020 enn i tilsvarende periode i 2019 når man ser bort fra Gjensidiges salg av Gjensidige Bank i 2019. Dette skyldes i første rekke økte premier og en bedring i det forsikringstekniske resultatet. Nedgangen i aksjemarkedene i årets første kvartal bidro til en betydelig svekkelse av finansresultatet sammenlignet med 2019.

Koronakrisen kan gi vedvarende lave renter og ny uro i finansmarkedene med fall i aksjekurser, økte risikopremier og svakere krone. Et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi kan gi verdifall på næringseiendom. Dette kan ha negativ effekt på pensjonsinnretningenes og skadeforsikringsforetakenes resultater og soliditet.

LØNNSOMHET OG SOLIDITET

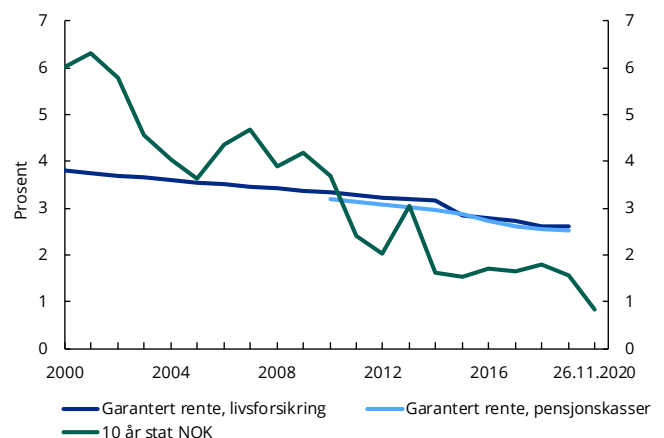
Aksjekursfallet i vår har svekket resultatene i forsikringsforetakene og pensjonskassene så langt i 2020. Den annualiserte verdijusterte avkastningen var 2,5 prosent i første til tredje kvartal i livsforsikringsforetakene og 0,0 prosent i første halvår i pensjonskassene. Det er betydelig lavere enn i samme periode i 2019, se figur 3.1. Gjeninnhenting i aksjemarkedene

Figur 3.1 Verdijustert avkastning i kollektivporteføljen i pensjonsinnretningene



* Annualisert. Siste observasjon er første halvår 2020 for pensjonskassene og første til tredje kvartal for livsforsikringsforetakene. Kilde: Finanstilsynet

Figur 3.2 Utvikling i 10-års statsobligasjonsrente og gjennomsnittlig garantert rente

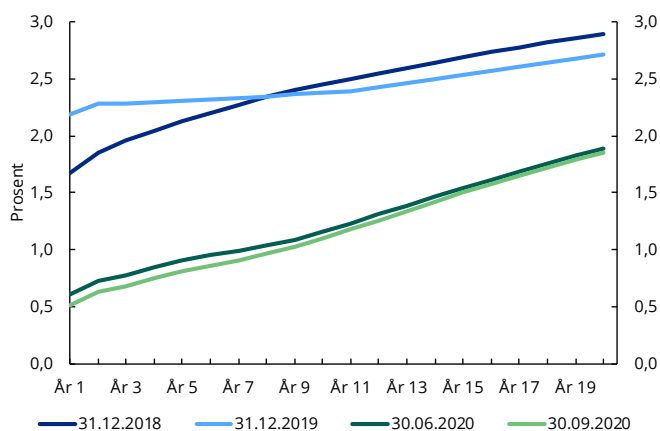


Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

bidro til å trekke opp avkastningen i andre og tredje kvartal.

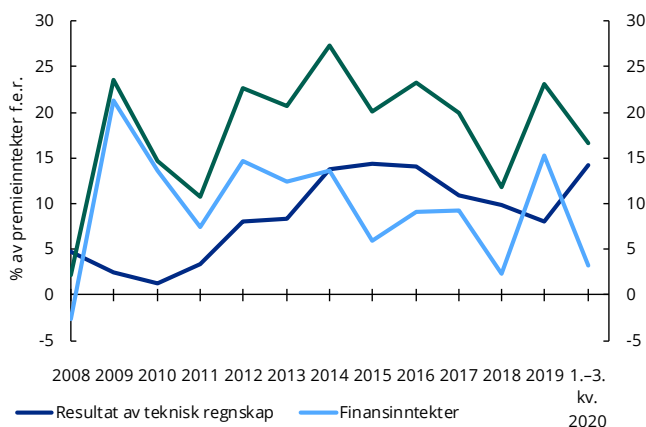
Hittil i 2020 har den risikofrie markedsrenten, representert ved 10-års norsk statsobligasjonsrente, falt fra et allerede lavt nivå og var per 26. november 2020 på 0,84 prosent, se figur 3.2. Det er betydelig lavere enn gjennomsnittlig rentegaranti i livsforsikringsforetakene og pensjonskassene, som var henholdsvis 2,6 og 2,5 prosent ved årsslutt 2019. Et lavt rentenivå øker nåverdien av framtidige forpliktelser og gjør det mer krevende å oppnå meravkastning for pensjonsinnretninger med stor andel garanterte produkter. Bokført

Figur 3.3 Rentekurve i norske kroner i Solvens II med volatilitetsjustering



Kilde: EIOPA

Figur 3.4 Resultater i skadeforsikringsforetakene samlet, i prosent av premieinntekter f.e.r.*



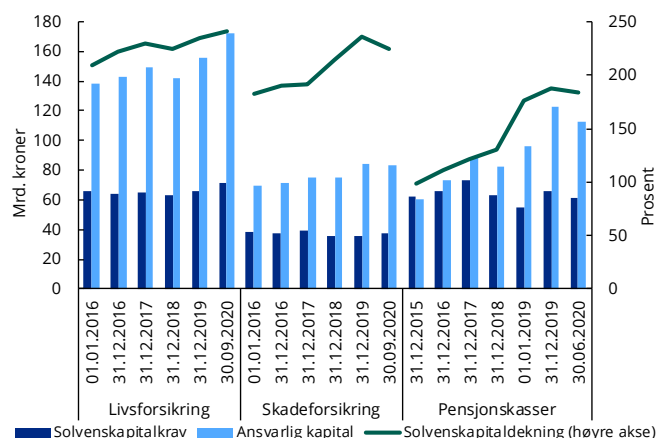
*Premieinntekter for egen regning (f.e.r.). Finansresultatet og resultatet før skatt i 2019 påvirkes av Gjensidiges salg av Gjensidige Bank som ga en ekstraordinær inntekt på 3 mrd. kroner.

Kilde: Finanstilsynet

avkastning i kollektivporteføljen var 3,9 prosent (annualisert) i livsforsikringsforetakene i første til tredje kvartal 2020. I pensjonskassene var den bokførte avkastningen 2,4 prosent (annualisert) i første halvår, noe som er lavere enn gjennomsnittlig rentegaranti ved årsslutt 2019. Også den risikofrie rentekurven som benyttes som diskonteringsrente i Solvens II har falt mye i 2020, se figur 3.3.

Aksjekursfallet i vår har bidratt til markert lavere finansinntekter i skadeforsikringsforetakene i første til tredje kvartal 2020, se figur 3.4. Bedre forsikringsteknisk resultat sammenlignet med samme periode i

Figur 3.5 Soliditet i forsikringsforetakene og pensjonskassene*



*Krav om en dekningsprosent over 100 for pensjonskassene ble innført 1. januar 2019. Grunnlaget for beregningene ble også endret.

Kilde: Finanstilsynet

2019 sørget imidlertid for at skadeforsikringsforetakene fikk et bedre resultat før skatt i årets tre første kvartaler enn i samme periode i 2019, når man ser bort fra Gjensidiges salg av Gjensidige Bank i 2019.

Livsforsikringsforetakene samlet hadde en solvenskapitaldekning med bruk av overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger på 241 prosent per 30. september 2020, se figur 3.5. Solvens II inneholder en overgangsregel for forsikringstekniske avsetninger som delvis motvirker effekten av lavere rente i solvensberegningen. Overgangsregelen innebærer at verdien av forsikringsforpliktelsene delvis beregnes etter gammelt regelverk og slik at vektingen av gammelt regelverk avtar i overgangsperioden som går fram til 2032. Uten bruk av overgangsregelen var solvenskapitaldekningen 173 prosent, som er klart lavere enn ved årsslutt 2019 da den var på 219 prosent. Lave renter øker betydningen av overgangsregelen, se figur 3.6. For enkelte foretak er effekten av overgangsregelen betydelig.

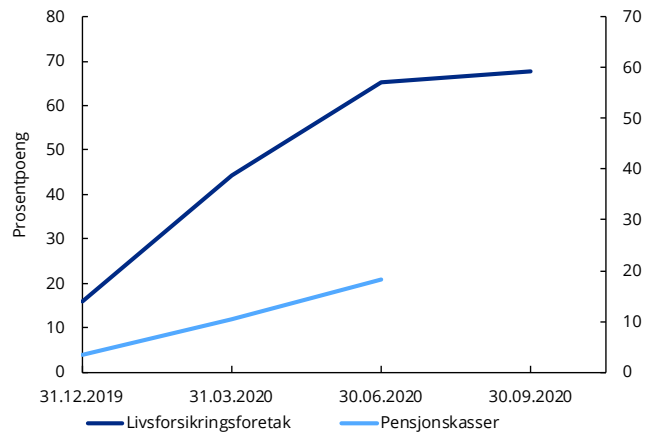
For pensjonskassene var solvenskapitaldekningen hhv. 184 og 163 prosent med og uten overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger per 30.06.2020. Aksjeoppgangen i andre kvartal bidro gjennom kursreguleringsfondet og delårsresultatet positivt til kapitalen i pensjonskassene. Lavere renter bidro på den andre siden til lavere ansvarlig kapital i kapitalgruppe 1.

De ni største pensjonskassene rapporterer solvenskapitalkravet også per 30. september. For disse var det en bedring i solvenskapitaldekningen fra 195 prosent per 30. juni til 203 prosent ved utgangen av september. Uten overgangsregelen økte solvenskapitaldekningen fra 182 til 190 prosent i samme periode. En økning i delårsresultatet før kundetildeling og skatt på 4,2 mrd. kroner og en økning i kursreguleringsfondet på 2,2 mrd. kroner var hovedårsakene til bedringen i soliditeten i tredje kvartal. For disse pensjonskassene var solvenskapitaldekningen 4 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til året. Uten overgangsregelen var solvenskapitaldekningen imidlertid 6 prosentpoeng lavere enn ved årets begynnelse.

I skadeforsikringsforetakene var solvenskapitaldekningen på 224 prosent per 30. september 2020, som er noe lavere enn ved årsskiftet. Det største skadeforsikringsforetaket, Gjensidige, utbetalte 30. september både ordinært og ekstraordinært utbytte. Uten denne utbetalingen ville foretakenes samlede solvenskapitaldekning vært høyere ved utgangen av tredje kvartal 2020 enn ved utgangen av 2019, da foretaket ikke planla noe utbytte for 2019 i årsrapporteringen for 2019. For nærmere omtale av soliditeten i forsikringsforetak og pensjonskasser, se Finanstilsynets soliditetsrapporter¹⁹.

Den europeiske tilsynsmyndigheten for forsikring og tjenestepensjon (EIOPA) skal etter planen legge fram endelige forslag til endringer i Solvens II-regelverket for forsikringsforetak i desember 2020. EIOPA vurderer blant annet en høyere stressfaktor i beregningen av renterisiko og begrunner dette med at gjeldende metode ikke tar tilstrekkelig høyde for den faktiske renterisikoen når rentenivået er lavt. Dersom regelverket endres i tråd med EIOPAs forslag, vil det gi høyere kapitalkrav for renterisiko og en betydelig svekkelse av solvenskapitaldekningen i norske livsforsikringsforetak som har stor andel forpliktelser med rentegaranti. Finanstilsynet vil i lys av eventuelle endringer i Solvens II-regelverket vurdere om det skal gjøres tilpasninger i det forenklede solvenskapitalkravet for pensjonskassene.

Figur 3.6 Effekt av overgangsregelen for forsikrings-tekniske avsetninger på solvenskapitaldekningen



Kilde: Finanstilsynet

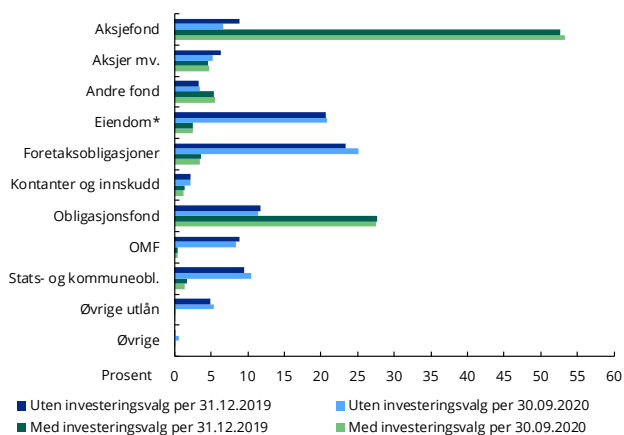
LIVSFORSIKRING OG PENSJON

Markedsuroen har bidratt til endringer i livsforsikringsforetakenes investeringer

Livsforsikringsforetakene er blant annet eksponert mot markedsrisiko gjennom store beholdninger av verdipapirer. Risikoen avhenger av sammensetningen av foretakenes verdipapirporteføljer, samt kursfluktasjoner og likviditeten i markedene. Et kraftig fall i aksjemarkedene i første kvartal 2020, samt at flere foretak valgte å selge seg ned i aksjer våren 2020, førte til at aksjeandelen, inkl. fond, i kollektiv- og selskapsporteføljen ble redusert med 3 prosentpoeng fra utgangen av 2019 til utgangen av tredje kvartal 2020, se figur 3.7. Aksjemarkedene har hittil i år i stor grad hentet seg inn, og flere foretak hadde fram til utgangen av tredje kvartal økt aksjeandelen igjen.

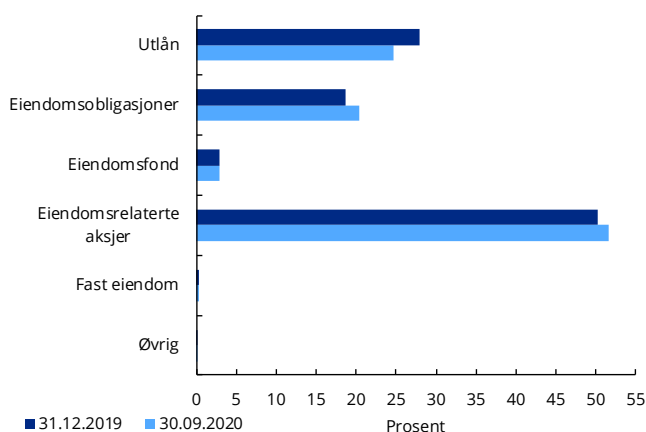
Livsforsikringsforetakenes investeringer i obligasjoner, inkl. fond, utgjorde 55 prosent av investeringene i selskaps- og kollektivporteføljen per 30. september 2020, noe som er 2 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til året. Selv om obligasjonene til en viss grad gir stabile renteinntekter, øker samtidig investeringenes sårbarhet for renteendringer. Det er et betydelig durasjonsgap mellom livsforsikringsforetakenes eiendeler og forpliktelser, noe som innebærer høy rentefølsomhet. Ved utgangen av 2019 var gjennomsnittlig durasjon på obligasjonsporteføljen og forpliktelsene (ekskl. investeringsvalg) hhv. 5 og 14 år.

Figur 3.7 Livsforsikringsforetakenes investeringer



* Eiendom inkluderer fast eiendom (eiendelskategori (CIC) 9), eiendomsrelaterte aksjer (CIC 32), eiendomsfond (CIC 45), eiendomsseksponering relatert til sikrede verdipapirer (CIC 65) og utlån med sikkerhet i fast eiendom (84) samt NACE-kodene F41 og L som blant annet inkluderer eiendomsobligasjoner. Kilde: Finanstilsynet

Figur 3.8 Livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer i kollektiv- og selskapsporteføljen



Kilde: Finanstilsynet

Næringseiendomsmarkedet, spesielt hotell, reiseliv og deler av varehandelen og tjenestesektoren, er påvirket av koronakrisen. Lavere etterspørsel og stort omstillingsbehov i dette markedet kan ha betydelige konsekvenser for livsforsikringsforetakene som investorer. Eiendomsrelaterte investeringer i livsforsikringsforetakenes selskaps- og kollektivportefølje var på 281 mrd. kroner og utgjorde 21 prosent av investeringene per 30. september 2020. Livsforsikringsforetakenes investeringer i eiendomsrelaterte aksjer utgjorde 52 prosent av eiendomsinvesteringene per 30. september 2020, se figur 3.8.

Aksjeinvesteringene er i all hovedsak gjennom datterforetak som eier og drifter næringseiendom. I tillegg har livsforsikringsforetakene blant annet investeringer i eiendomsobligasjoner og eiendomsrelaterte utlån. Pensjonskassenes eiendomsinvesteringer (utenom eiendomsobligasjoner og utlån) var på 36 mrd. kroner per andre kvartal 2020, noe som tilsvarer om lag 9 prosent av deres forvaltningskapital.

Gjennom datterforetak forvalter de tre største livsforsikringsforetakene over 4,4 millioner kvadratmeter næringseiendom, hovedsakelig næringsbygg (kontorer), hoteller og kjøpesentre, til en verdi av over 143 mrd. kroner. Investeringene i næringseiendom er størst innenfor segmentet kontorbygg mv., som utgjorde om lag 58 prosent av disse investeringene for de største livsforsikringsforetakene samlet ved utgangen av 2019, etterfulgt av hoteller og kjøpesentre mv., begge med 15 prosent. Koronakrisen påvirker disse segmentene noe ulikt, se omtale i kapittel 1.

Foretakenes eiendommer er blant annet lokalisert i de største norske byene og i København, Stockholm og London. Flere av de øvrige livsforsikringsforetakene har også betydelige investeringer i næringseiendom gjennom datterforetak.

Flere livsforsikringsforetak har skrevet ned verdien på sine eiendommer i første til tredje kvartal 2020, men i relativt moderat omfang. Et kraftig tilbakeslag i økonomien kan imidlertid gi betydelig verdifall på næringseiendom.

Investeringene i eiendomsobligasjoner var på 57 mrd. kroner og utgjorde 20 prosent av livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer per 30. september 2020. Av disse er 55 prosent i norske obligasjoner og 25 prosent i svenske obligasjoner. Eiendomsrelaterte utlån var på 69 mrd. kroner og utgjorde 25 prosent av eiendomsinvesteringene. 51 prosent av utlånene (35 mrd. kroner) er boliglån. 19 prosent er utlån til eiendomsdøtre.

Stor usikkerhet om utviklingen framover

Koronapandemiens videre forløp og konsekvensene for norsk og internasjonal økonomi påvirker markedet for næringsseiendom, se omtale i kapittel 1. Lavere inntekter og prisfall i dette markedet vil ramme forsikringsforetakene. Ny aksjeuro og økt volatilitet i markedene vil ha negative effekter på forsikringsforetakenes og pensjonskassenes resultater og soliditet.

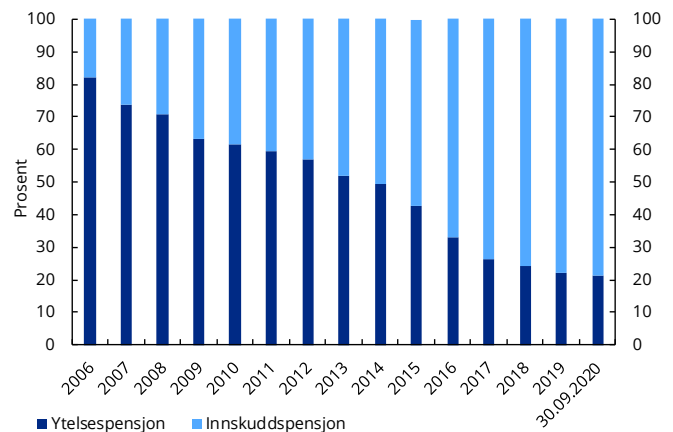
Det lave rentenivået og utsiktene til lavt rentenivå framover, både i Norge og internasjonalt, innebærer at det blir mer krevende for pensjonsinnretningene å oppfylle rentegarantien i de ytelsesbaserte ordningene. Fallet i aksjemarkedene og nedslag av aksjer våren 2020 har bidratt til lavere aksjeandel i livsforsikringsforetakene så langt i år. Økte plasseringer i aksjer eller andre aktiva med høyere forventet avkastning innebærer økt risiko og dermed behov for økt bufferkapital. Søken etter avkastning kan medføre at alternative investeringer eller usikrede lån med svakere kredittkvalitet kan øke som andel av foretakenes investeringer framover.

Pensjonsinnretningene har i all hovedsak investert i obligasjoner med god kredittkvalitet, men omfattende nedgraderinger av obligasjoner vil påvirke pensjonsinnretningene negativt. 18 prosent av livsforsikringsforetakenes investeringer i obligasjoner med rating var kredittvurdert til laveste kategori innen investment grade (BBB) per 30. september 2020. For pensjonskassene var andelen 25 prosent per 30. juni.

Pensjonsinnretningene styrer typisk risikoen i rentebærende papirer ved å stille krav til maksimal eksponering per ratingklasse, og en nedgradering kan føre til betydelige salg av obligasjoner, se nærmere omtale i kapittel 4.

Norske livsforsikringsforetak og pensjonskasser benytter derivater hovedsakelig for å valutasikre aksje- og renteplasseringer i utlandet. Disse aktørene er eksponert for likviditetsrisiko knyttet til marginkrav i derivatavtaler, noe som skapte likviditetsutfordringer våren 2020, se nærmere omtale i kapittel 4.

Figur 3.9 Forfalt bruttopremie i privat kollektiv pensjon, ytelse og innskudd, livsforsikringsforetak



Kilde: Finans Norge

ENDRINGER I INNSKUDDSPENSJONSMARKEDET

De siste par tiårene har det skjedd store endringer i det private tjenstepensjonsmarkedet i Norge. Mange bedrifter i privat sektor har, blant annet som følge av høye kostnader, erstattet ytelsespensjonsordninger med innskuddspensjonsordninger. Innskuddspensjon som andel av forfalt bruttopremie i privat kollektiv pensjon i livsforsikringsforetakene har økt fra 18 prosent i 2006 til 79 prosent i første til tredje kvartal 2020, se figur 3.9. Som andel av forsikringsforpliktelsene i privat kollektiv pensjon utgjorde innskuddspensjon 46 prosent i livsforsikringsforetakene ved utgangen av tredje kvartal 2020.

Arbeidstakere hadde ved utgangen av 2019 om lag 190 mrd. kroner oppspart i innskuddsordninger hos livsforsikringsforetakene. I tillegg var 108 mrd. kroner tilknyttet oppspart pensjon fra tidligere arbeidsgiver med innskuddspensjonsordning, såkalte pensjonskapitalbevis.²⁰ Dette utgjør 21 prosent av livsforsikringsforetakenes forsikringsforpliktelser. De fleste arbeidstakere bytter jobb flere ganger i løpet av sitt yrkesliv. Med stadig flere bedrifter med innskuddspensjonsordning, gir det opphav til en kraftig vekst i antall utstedte pensjonskapitalbevis. Ved utgangen av 2019 var det utstedt om lag 1,9 millioner pensjonskapitalbevis.

Når en arbeidstaker slutter i en bedrift med innskuddspensjonsordning, utstedes pensjonskapitalbevis, hvor arbeidstaker selv betaler administrasjons- og forvaltningskostnadene. Om en arbeidstaker har flere pensjonskapitalbevis, vil det lønne seg å slå disse sammen hos én pensjonsleverandør for å redusere de totale kostnadene. Et fåtall foretar slik flytting i dag, og det er noe av årsaken til at ordningen med egen pensjonskonto blir innført fra 1. januar 2021.

EGEN PENSJONSKONTO INNFØRES FRA 1. JANUAR 2021

Fra 1. januar 2021 vil rundt 1,5 millioner arbeidstakere med innskuddspensjon få egen pensjonskonto. Målet med egen pensjonskonto er å gi arbeidstakere lavere totale kostnader og bedre oversikt over egen pensjon. Ordningen innebærer et såkalt passivt samtykke, som betyr at pensjonskapitalbevis flyttes til nåværende arbeidsgivers aktive innskuddspensjonsordning med mindre arbeidstaker reserverer seg mot dette innen 1. mai 2021. En slik sammenslåing medfører at arbeidsgiver betaler administrasjonskostnadene, både på aktiv innskuddsordning og på de samlede pensjonskapitalbevisene. Forvaltningskostnadene på de samlede pensjonskapitalbevisene betales fortsatt av arbeidstaker. Arbeidstaker kan også flytte pensjonskapitalbevis og aktiv innskuddspensjon til selvvalgt pensjonsleverandør. Da betaler arbeidstaker selv administrasjonskostnadene, men får dekket forvaltningskostnader fra arbeidsgiver gjennom en standardberegnet kompensasjon.

Flere livsforsikringsforetak opplyser at de er godt forberedt på innføringen av egen pensjonskonto for arbeidstakere, og at nødvendig infrastruktur langt på vei er på plass. Som følge av den nye ordningen er det forventet at flere titalls milliarder kroner vil bli flyttet til arbeidsgivers innskuddspensjonsordning. Det innebærer at aktiva må realiseres, noe som kan påvirke finansmarkedene og arbeidstakers opptjente pensjon. Denne flytteprosessen kan også innebære risiko for operasjonelle feil. Finansdepartementet har derfor fastsatt overgangsregler som åpner for at handlene kan strekkes over en periode fra 1. mai 2021 og ut året.

Egen pensjonskonto kan endre dynamikken i pensjonsmarkedet

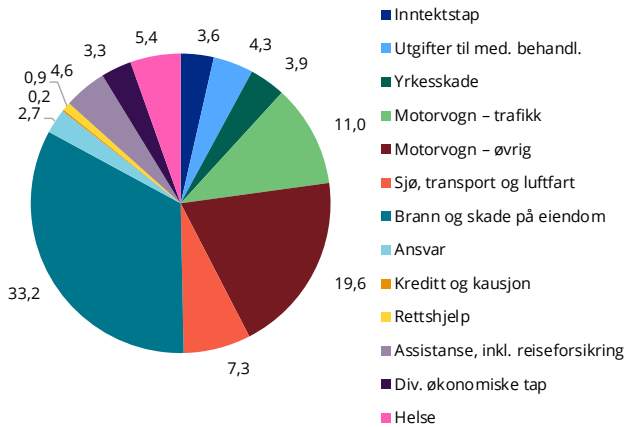
Innføringen av egen pensjonskonto kan åpne for nye aktører og leverandører, og føre til skjerpet konkurranse og lavere priser i innskuddspensjonsmarkedet. Det vil gi forbrukerne et bedre fondstilbud. Prisene på forvaltning av pensjonskapitalbevisene vil reduseres til samme pris som arbeidsgiver betaler, noe som vil bidra til lavere inntekter for livsforsikringsforetakene. Lavere marginer på pensjonskapitalbevisene må hensyntas i foretakenes estimer av resultatene framover og dermed også i soliditetsberegningene.

SKADEFORSIKRING

Koronapandemien har hatt begrenset effekt på skadeforsikring, men kan påvirke markedet framover

Markedsuroen våren 2020 påvirket også skadeforsikringsforetakenes finansinntekter. Innhenting i aksjemarkedene samt lavere renter og kredittmarginer bidro imidlertid til god avkastning i andre og tredje kvartal.

Koronapandemien har hatt begrenset effekt på det forsikringsrelaterte resultatet i skadeforsikringsforetakene. I de største bransjene, som inkluderer motorvognforsikring samt forsikring mot brann og annen skade på eiendom, se figur 3.10, er den forsikringsrelaterte driften tilnærmet uendret eller bedret i første til tredje kvartal 2020 sammenlignet med tilsvarende periode i fjor. Ifølge foretakene skyldes det blant annet gunstige værforhold sist vinter og endret trafikkmønster. I enkelte mindre bransjer som assistanseforsikring, som blant annet dekker reiseforsikring, er lønnsomheten svekket sammenlignet med første til tredje kvartal 2019. Ifølge Finans Norge er reiseerstatningene rekordhøye på grunn av de mange avbestillingene knyttet til koronapandemien.²¹

Figur 3.10 Skadeforsikring etter bransje. Prosent av opptjente bruttopremier. 2019

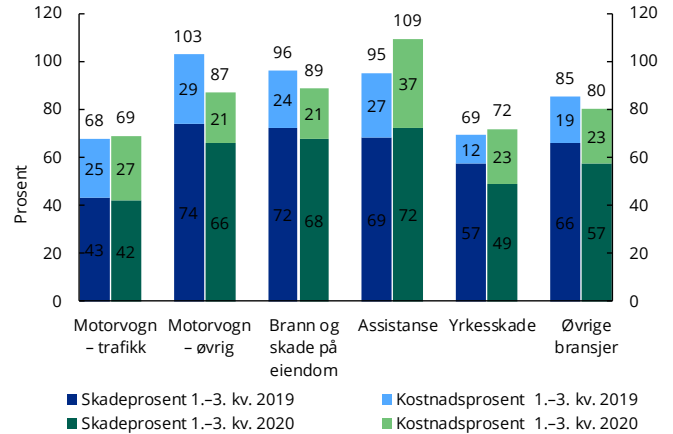
Kilde: Finanstilsynet

Koronakrisen har medført at det har blitt mindre attraktivt å tilby enkelte typer skadeforsikring, slik som reisegarantier og yrkesskadeforsikring. Filialen av det svenske forsikringsforetaket Nordic Guarantee har sagt opp reisegarantien med flere norske pakkereiseaktører som følge av utfordringene i reiselivsbransjen.²² Alle pakkereiseaktører må stille tilstrekkelig reisegaranti for å være en del av Reisegarantifondet. Koronakrisen har ført til at det er mindre attraktivt for forsikringsforetakene å stille garanti, og kan gjøre det krevende for pakkereisearrangørene å finne andre garantister slik at de kan beholde retten til å tilby pakkereiser.

I juli publiserte EIOPA sine råd om pandemiforsikringer der det framgår at man bør se på mulighetene for at myndigheter og forsikringsnæringen samarbeider om å utvikle framtidige forsikringsordninger mot pandemirisiko.²³

Yrkesskadeerstatning omfatter sykdom forårsaket av koronaviruset

Yrkessykdomsforskriften²⁴, som fastsetter skader og sykdom som skal likestilles med yrkesskade, ble endret med virkning fra 1. mars 2020 som følge av koronapandemien. De nye reglene omfatter primært ansatte i helsevesenet og innebærer at covid-19 med alvorlige komplikasjoner kan gi rett til yrkesskadeerstatning. Beregning av premier og anslåtte erstatningskostnader innenfor yrkesskadeforsikring er krevende

Figur 3.11 Kombinertprosent f.e.r. for utvalgte bransjer, aggregert

Kilde: Finanstilsynet

siden det kan gå lang tid fra premiene innbetales til erstatninger utbetales. På 1990-tallet var lønnsomheten i bransjen svak. Utover på 2000-tallet ble både premier og erstatninger per forsikret betydelig redusert, mens lønnsomheten ble bedret. Det skyldes blant annet at en rekke HMS-tiltak har bidratt til tryggere arbeidsplasser, samt en fortsatt overgang til arbeid med lavere skaderisiko. Yrkesskadeforsikring har hatt en bedre lønnsomhet enn de fleste andre bransjer innen skadeforsikring de siste par årene, se figur 3.11.

Det er usikkerhet knyttet til det framtidige omfanget av yrkesskadeerstatning etter alvorlig koronasykdom. Dersom forsikringsresultatet for yrkesskadeforsikring viser at premiene ikke står i rimelig forhold til risikoen, skal foretakene vurdere om det er behov for premieendring. På bakgrunn av resultatene så langt i år, er det ikke klare holdepunkter for at koronapandemien i særlig grad har medført økning av skadekostnadene under yrkesskadeforsikringen. Det er imidlertid for tidlig å overskue konsekvensene. Det vil alltid være usikkerhet om premienivået når nye produkter lanseres eller eksisterende dekningsomfang utvides til områder uten skadestatistikk.

KAPITTEL 4

VERDIPAPIRMARKEDENE

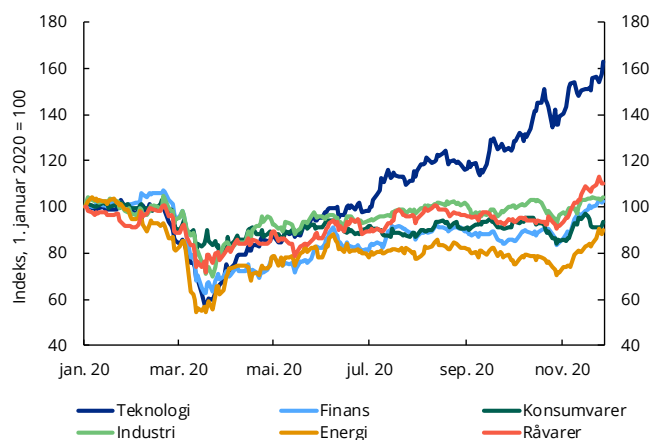
Koronapandemien, sterk nedgang i økonomisk aktivitet og offentlige smitteverntiltak og støtteordninger de tre siste kvartalene har i betydelig grad påvirket prisene på verdipapirer. Volatiliteten i markedene har i denne perioden variert mye, og var svært høy i vår. Rentenivået er rekordlavt, og likviditeten i markedene er god, som følge av betydelige penge- og finanspolitiske stimulanser. Likevel er det fortsatt stor usikkerhet i markedene. Det lave rentenivået kan bidra til oppbygging av finansielle ubalanser.

INNHEMING ETTER KRAFTIGE KURSFALL

Pandemien utløste et kraftig fall i de internasjonale aksjemarkedene i mars 2020, se omtale i kapittel 1. Selskapenes løpende inntekter ble kraftig redusert som følge av smitteverntiltak og nedstenginger, og markedsaktørenes forventninger til framtidig økonomisk vekst ble justert betydelig ned. Markedene hentet seg imidlertid raskt inn igjen, i takt med at vekstforventningene tok seg noe opp. Massive støttetiltak fra myndighetene bidro til å opprettholde likviditeten i foretakene og kjøpekraften til forbrukerne, og lettelsene av de strengeste nedstengingene bidro til at enkelte av de mest utsatte næringene kunne gjenoppta en mer normal drift.

Risikopremiene i obligasjonsmarkedet er betydelig redusert etter toppen i mars, og internasjonalt er risikopremiene i enkelte segmenter tilbake på samme nivåer som før krisen. Også i Norge har kredittspreadene falt, men med store forskjeller mellom ulike selskaper og sektorer. Både i Europa og USA kan ny uro føre til omfattende nedgraderinger av foretaksobligasjoner fra investment grade (IG) til høyrente (HY)²⁵. Dersom dette inntreffer, kan institusjoner som bare kan investere i IG-papirer, måtte selge papirer som nedgraderes. Slike salg kan bidra til en selvforsterkende negativ prisspiral.

Figur 4.1 Totalavkastning Oslo Børs, utvalgte sektorer



Kilde: Refinitiv

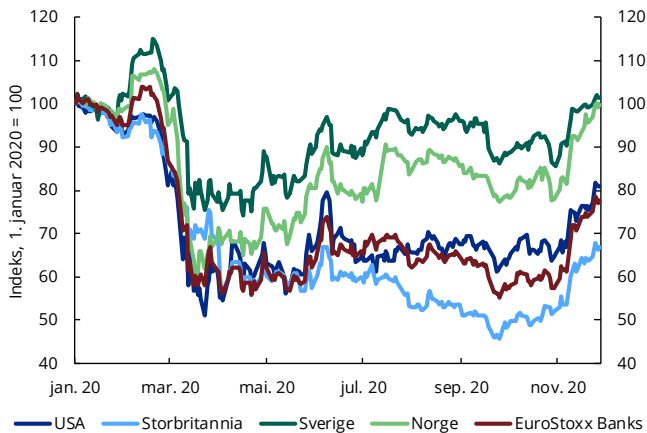
Utvalgte sektorer driver oppgangen i aksjemarkedet

Det har vært store forskjeller i kursutviklingen i aksjemarkedet mellom ulike sektorer så langt i 2020. I mange land var det teknologisektoren som i størst grad bidro til å løfte aksjemarkedene gjennom våren og sommeren. De store teknologiselskapene hadde god kursutvikling allerede før krisen inntraff, og pandemien har ytterligere forsterket etterspørselen etter digitale tjenester og nye teknologiske løsninger. I mange land har også konsumvaresektoren fått et betydelig løft, mens deler av tjenestesektoren har hatt en langt svakere utvikling så langt i år.

Aksjekursene for selskaper innen energisektoren har falt kraftig, se figur 4.1. Sterk reduksjon i flytrafikk og lavere økonomisk aktivitet generelt har redusert energibehovet og forventningene til inntjeningen i denne sektoren betraktelig. Oljeprisen har de siste månedene ligget i overkant av 40 USD per fat, som er lavere enn de siste årene. På Oslo Børs er shipping, oljeservice og energi de tre svakeste sektorene, og alle har hatt en negativ kursutvikling så langt i år.

Finansaksjer verden over har falt særlig kraftig, og den senere oppgangen i denne sektoren har så langt vært begrenset, se figur 4.2. Også i Norge falt finansaksjene betydelig, men mindre enn i USA og Europa.

Figur 4.2 Utviklingen i bankaksjer



Dersom ikke annet er oppgitt, er det brukt FTSE-indeks.

Kilde: Refinitiv

Lave renter og rikelig med likviditet

Sentralbankene var raske til å senke styringsrentene i starten av krisen. Andre pengepolitiske virkemidler, blant annet ekstraordinære lån til bankene, har også bidratt til å holde de korte pengemarkedsrentene på et lavt nivå. Massive kjøp av både stats- og foretaksobligasjoner (såkalte kvantitative lettelsener) fra blant annet de største sentralbankene førte til sterk nedgang i lange renter og forventninger om langvarig lavt rentenivå.

Rikelig med likviditet har trolig forsterket markedssaktørenes søken etter avkastning og bidratt til å drive opp prisene på flere aktivaklasser. Blant annet kom innhenting i aksjemarkedene samtidig som prisene på antatt sikre statsobligasjoner og gull også steg.

Fortsatt lavt rentenivå og god likviditet vil kunne bidra til at den samlede risikoeksponeringen i finansmarkedene fortsetter å øke. Fortsatt gjeldsoppbygging i privat og offentlig sektor utgjør en risiko for finansiell stabilitet, se omtale i kapittel 1.

Boks 4:

Bidrar lave renter til høye aksjekurser?*

Inntjeningsavkastning (earnings yield) er forholdet mellom aksjeselskapenes løpende inntjening og markedsverdien av aksjene. Forholdstallet er den inverse av pris-/inntjeningsforholdet (P/E) og har likhetstrekk med direkteavkastningen på aksjer (dividend yield), men inkluderer i tillegg tilbakeholdt overskudd.

Beregninger av inntjeningsavkastningen kan benyttes til å anslå den langsiktige realavkastningen i aksjemarkedet, som ofte benyttes som estimat på realavkastningskravet til investorene.** På lang sikt kan det legges til grunn at markedsprisene står i et rimelig forhold til inntjeningen. På kort sikt kan derimot markedsprisene påvirkes av støy, aksjemarkedet kan være feilpriset over lengre tidsperioder, og bobler kan bygge seg opp og sprekke.

I gjennomsnitt er langsiktig inntjeningsavkastning for 17 av aksjemarkedene*** i verden beregnet til 6,3 prosent. I november 2020 ble gjennomsnittlig inntjeningsavkastning beregnet til om lag 4,5 prosent. Dette indikerer for flere land, herunder Norge, at foretakenes inntjening er relativt lav i forhold til aksjekursene. Motstykket er at forholdet mellom selskapenes markedspris og inntjening, det vil si P/E, i november var om lag 23 mot et gjennomsnitt på 18 for hele perioden. Internasjonale aksjemarkeder var dermed i november relativt høyt priset sammenlignet med gjennomsnittet de siste 30 årene. Prisøkningen i aksjemarkedet kan være et resultat av at realavkastningskravet er redusert, som igjen kan være relatert til nedgangen i global realrente de siste årene.

Differansen mellom historisk inntjeningsavkastning og effektiv rente på statsobligasjoner er beregnet til 2,6 prosentpoeng. I november

2020 var forskjellen 4,6 prosentpoeng. Inntjeningsavkastningen er altså redusert, men renten på statsobligasjoner har sunket enda mer. For investorer kan dette være et signal om at aksjeinvesteringer er mer lønnsomt nå enn tidligere relativt til investeringer i statsobligasjoner, og kan begrunne økt aksjeandel i investorers verdipapirporteføljer.

Det synes rimelig at avkastningskravet på aksjer avtar med redusert risikofri rente. Gjennomsnittlig nominell, effektiv statsobligasjonsrente globalt siste 30 år er 3,7 prosent. I november var den 0 prosent. Isolert sett kunne en tenke seg at dette førte til lavere avkastningskrav på aksjer i samme størrelsesorden. Det ville i så fall gitt et nominelt avkastningskrav på 4,6 prosent.**** Dette er om lag 2 prosentpoeng mindre enn beregnet.***** Nedgangen i statsobligasjonsrentene tilsier dermed isolert sett høyere priser i aksjemarkedet enn observert i november 2020. På den annen side kan risikopremien på aksjer ha steget gitt de store utfordringene og ikke minst den betydelige usikkerheten koronapandemien har skapt i mange næringer.

En grunnleggende forutsetning bak beregningene er at aksjekursene i gjennomsnitt reflekterer underliggende fundamentale økonomiske faktorer. Det er vanskelig å vite om markedsaktørenes forventninger er forventningsrette, og det er ikke opplagt at investorene vurderer risikoen knyttet til framtidige kontantstrømmer riktig. I dagens situasjon med stor likviditetstilførsel fra sentralbanker og ulike tiltak over statsbudsjettene kan investorenes avkastningskrav være for lavt.

* Beregningene i denne boksen er Finanstilsynets egne.

** Realavkastning fordi inntjening og markedspris begge er i løpende valuta. Ved beregning av forholdet mellom størrelsene kanselleres inflasjonskomponentene. Se Jeremy Siegel; *Stocks for the long run*, McGraw-Hill Education, 2014, for drøfting av blant annet (langsiktig) E/P som estimat på realavkastningskravet i aksjemarkedet. En grunnleggende forutsetning er at aksjemarkedet på lang sikt er riktig priset (i likevekt).

*** Australia, Canada, Danmark, Frankrike, Hong Kong, Italia, Japan, Korea, Nederland, Norge, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Taiwan, Tyskland og USA. Beregningene bygger på data fra Refinitiv og omfatter landindekser for perioden fra januar 1990 til november 2020.

**** Nominelt avkastningskrav på 8,3 prosent (historisk E/P lik 6,3 prosent pluss 2 prosentpoeng i inflasjon) minus 3,7 prosent (reduert statsobligasjonsrente).

***** Avkastningsinntjening lik 4,5 prosent i november pluss 2 prosentpoeng tillegg for inflasjon.

Fortsatt stor usikkerhet i markedene

Verdipapirmarkedene er preget av betydelig usikkerhet. Volatiliteten i aksje- og obligasjonsmarkedene har kommet kraftig ned fra krisenivåene i vår, men særlig i aksjemarkedet ligger volatiliteten fortsatt over det som er typisk for normale markedsforhold.

Markedene er særlig følsomme for nyheter knyttet til varigheten av pandemien, slik som smittetall, utvikling av vaksiner og effektive medisiner, grad av immunitet etter gjennomgått sykdom og effektive smittevern-tiltak. Utviklingen på disse områdene vil være av stor betydning for hvor raskt økonomien kan komme tilbake til normalen. Nye tiltakspakker og økonomiske stimulanter, i tillegg til forventninger knyttet til disse, virker også direkte inn på markedene.

Samtidig er den politiske uroen større enn før i mange av verdens største økonomier. Høsten 2020 har presidentvalget i USA og de politiske forhandlingene knyttet til de amerikanske tiltakspakkene hatt stor betydning for prisdannelsen. Det har også handelskrigen mellom USA og Kina, som kan endre rammebetingelsene for en rekke sektorer og enkeltselskaper. I Europa vil utfallet av Brexit-forhandlingene kunne få store konsekvenser for forventningene til selskapenes vekst og inntjening innen flere sektorer.

BEDRIFTENES KAPITALINNHENTING I 2020

Emittering av aksjer og obligasjoner varierer mye over tid og avhenger i stor grad av de rådende forholdene i andrehåndsmarkedet. I økonomiske nedgangstider og i perioder med stor markedsuro vil normalt innhentingen av kapital begrenses eller tørke ut, slik

som under finanskrisen. I 2020 har bildet vært mer sammensatt. Aktiviteten i førstehåndsmarkedet bremsset opp under markedsuroen i vår, men tok seg relativt raskt opp igjen og har vært høy i mange delmarkeder i høst.

I det norske aksjemarkedet ble det hentet inn kapital for 53,3 mrd. kroner de ti første månedene av 2020, om lag like mye som i tilsvarende periode i fjor. Det er imidlertid betydelige forskjeller mellom kapitalinnhentingene på de regulerte markedene på Oslo Børs og kapitalinnhentingene på den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth. Mens selskapene notert på Euronext Growth kun utgjør 5 prosent av total markedsverdi på Oslo Børs, sto disse selskapene for 35 prosent av kapitalinnhentingene på alle markeds plassene på Oslo Børs i perioden januar til oktober 2020. I tilsvarende periode i 2019 var det kun 4,5 prosent av kapitalen som var innhentet av slike selskaper. 79 prosent av kapitalen innhentet av selskapene på Euronext Growth i 2020, ble innhentet av 36 selskaper som ble tatt opp til handel. 94 prosent av kapitalen ble hentet inn i perioden juli til oktober.

På bakgrunn av den kraftige økningen i antall foretak notert på Euronext Growth, har Finanstilsynet funnet grunn til å minne verdipapirforetakene om deres plikter knyttet til investorbeskyttelse. Verdipapirforetak skal gi kunder gode opplysninger om risiko og forsikre seg om at kunden har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen forbundet med investeringen.²⁶

På Oslo Børs er nesten all kapital innhentet av etablerte børsnoterte foretak. I energisektoren var 71 prosent av emisjonene så langt i år gjennomført innen utgangen av februar. De fleste utstedelsene av nye aksjer har vært knyttet til IT-foretak samt solkraftforetak og andre såkalte grønne selskaper. Også farmasiselskaper, og selskaper som er involvert i utviklingen av en vaksine eller behandling av covid-19, har utstedt nye aksjer.

Det ble hentet inn 94,7 mrd. kroner gjennom utstedelse av foretaksobligasjoner de ti første månedene av 2020, som er en økning på 40 prosent

sammenlignet med tilsvarende periode året før. Det er fortsatt foretak innenfor eiendom, kraftforsyning og infrastruktur som er de største utstederne i obligasjonsmarkedet. Bank og finans utstedte totalt 279 mrd. kroner de første ti månedene av 2020, som er 22 prosent mer enn samme periode i 2019. Det meste av dette er utstedelser av obligasjoner med fortrinnsrett.

STERK VEKST I GRØNNE INVESTERINGSPRODUKTER

Omfanget av bærekraftige investeringsprodukter, såkalte ESG-produkter²⁷, har økt betydelig de senere årene. Samlede utstedelser globalt av grønne obligasjoner, som er en undergruppe av ESG-produktene, økte med over 50 prosent fra 2018 til 2019. Utstedelsene i 2019 på 250 mrd. USD utgjorde 3,5 prosent av samlede obligasjonsutstedelser globalt i 2019.²⁸

For første gang siden innføringen av grønne obligasjoner falt utstedelsene i første halvår 2020. Pandemiutbruddet og markedsuro førte til at private foretak utsatte planlagte utstedelser. I tredje kvartal i år var utstedelsene av grønne obligasjoner på om lag samme nivå som i tredje kvartal 2019.

Et økende antall private og offentlige fond og foretak har inkludert miljøkrav i forvaltningsmandatene. Grønne investeringsprodukter markedsføres aktivt, og høy avkastning på mange grønne investeringsprodukter under pandemien kan også ha bidratt til å øke etterspørselen etter slike produkter. Flere analytikere peker på risikoen for overprising og bobletendenser i markedet.

Tilbudet av grønne investeringsprodukter øker kraftig. IPSF (International Platform on Sustainable Finance), der Norge er et av medlemslandene, viser til OECD-estimer som indikerer at for å nå målene i Parisavtalen²⁹ må klimarelaterte investeringer øke til 6 900 mrd. USD årlig innen 2030. Grønne statslån, kommunelån og lån utstedt av statlige foretak har økt internasjonalt. Sverige og Tyskland utstedte i september 2020 sine første grønne statslån. EU-

KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE

kommisjonen annonserte samme måned at det er en målsetting at 30 prosent av EUs stimulansepakke på 750 mrd. euro skal finansieres med grønne obligasjoner.

Tradisjonelle grønne obligasjoner klassifiseres ut fra hvordan midlene anvendes, eksempelvis til investeringer i fornybar energi. I 2020 ble en ny type obligasjonslån, Sustainable-linked Bonds (SLB) lansert. Dette er obligasjonslån som klassifiseres som bærekraftige, men der kriteriene ikke knyttes til anvendelse av midlene, men til egenskaper ved utsteders virksomhet, som for eksempel mål om energieffektivisering eller reduserte klimautslipp. I låneavtalen gjøres lånebetingelsene avhengig av om foretaket innfrir de forhåndsdefinerte målene. ICMA (International Capital Markets Association) publiserte i juni 2020 prinsipper for SLB. Siden har ECB informert om at SLB fra 1. januar 2021 kan inngå i ECBs programmer for obligasjonskjøp og som sikkerheter for lån i sentralbanken. De første SLB-utstedelsene fra september i år inneholder en klausul om opptrapping i kupongrenten på 0,25–0,75 prosentpoeng dersom utsteder ikke innfrir de kvantifiserte målene i låneprospektene. SLB kan blant annet være aktuelle for foretak med virksomhet som ikke omfattes av klassifiseringssystemer for bærekraftig virksomhet.

Markedene for ESG-produkter og grønne fond og obligasjoner preges av lite enhetlige standarder og stor variasjon i tilgjengelig informasjon. Det er derfor vanskelig for investorer å sammenligne forventet avkastning og risiko for ulike produkter, og det er usikkert hvor bærekraftige produktene i realiteten er.

Bank for International Settlements (BIS) har dokumentert at flere av de gjeldende merkeordningene for grønne obligasjoner ikke er noen garanti for reduserte klimagassutslipp. Det pekes på at det er liten sammenheng mellom grønnerkede obligasjoner og reduserte klimautslipp, og at foretak som utsteder grønne obligasjoner, ikke har spesielt lave klimagassutslipp.³⁰ Lite enhetlige standarder for ESG-klassifisering av foretak og grønne investeringsprodukter fører også til stor variasjon i

klassifiseringen av selskaper og produkter. OECD har undersøkt hvordan selskaper ESG-rates av ulike ratingtilbydere og finner at det ofte er store variasjoner i ratinger av samme selskap og generelt lav korrelasjon mellom de ulike ratingene som tilbys.³¹ Internasjonalt pågår en rekke prosesser for å bedre klassifiseringssystemene for grønne investeringsprodukter og informasjonen til investorer, se boks 5 om EUs klassifiseringsforordning.

I det nordiske markedet har nær samtlige utstedere benyttet uavhengige tredjepartsvurderinger som verifiserer grønne obligasjonslån. Vurderingene offentliggjøres, og utsteders rapporteringsforpliktelser gjøres offentlig tilgjengelige via børsmeldinger. Uavhengige og faglig kompetente vurderinger ("second opinion") bidrar til transparens i markedet slik at investorer kan ta velinformerte beslutninger. EU og ICMA anbefaler begge at det brukes uavhengige vurderinger ved utstedelser av henholdsvis grønne obligasjoner og SLB.³²

Boks 5: Klassifiseringsforordningen

EU vedtok i juni 2020 klassifiseringsforordningen, som legger grunnlaget for videre utvikling av et system for klassifisering av bærekraftige økonomiske aktiviteter og investeringsprodukter. Klassifiseringssystemet skal blant annet danne grunnlag for en europeisk standard for grønne obligasjoner og en felles europeisk merkeordning for grønne finansielle produkter rettet mot forbrukere. For å bli definert som bærekraftig, må en økonomisk aktivitet oppfylle minst ett av seks definerte miljømål, og samtidig ikke være til vesentlig skade for noen av de øvrige miljømålene.

Det vil utarbeides detaljerte tekniske kriterier for de aktuelle miljømålene som forordningen

omfatter. Innen utgangen av 2020 skal det foreligge kriterier som omfatter begrensning av og tilpasning til klimaendringer. For de øvrige miljømålene vil utfyllende regler fastsettes innen utgangen av 2021. Klassifiseringsforordningen stiller nye krav til opplysninger som skal framgå av foretakenes ikke-finansielle informasjon om virksomheten. EU-kommisjonen vil innen 1. juni 2021 presisere det praktiske innholdet i opplysningsplikten. Finansdepartementet sendte 31. oktober i år på høring forslag fra Finanstilsynet om gjennomføring i norsk rett av klassifiseringsforordningen samt forordning om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren. Høringsfristen er 8. januar 2021.

Klassifiseringsforordningen og offentliggjøringsforordningen innfører regler på et område som er lite regulert i norsk rett. Bedre informasjonstilgang og harmoniserte kriterier vil gjøre det enklere for investorer å ta velinformerte beslutninger og sammenligne investeringsprodukter. Kravene er imidlertid omfattende og detaljerte og vil medføre økt ressursbruk for norske foretak. Norske merkeordninger for grønne finansielle produkter vil antakelig måtte justeres etter det nye klassifiseringssystemet.

LIKVIDITETSRISIKO I DERIVATMARKEDENE

Derivater benyttes av et stort antall aktører i finansmarkedene og av en rekke ikke-finansielle foretak. Derivater kan benyttes som sikringsinstrumenter for å redusere risiko eller for å oppnå en ønsket risikoeksponering. Norske finansforetak benytter derivatmarkeder blant annet for å redusere valuta- og renterisiko som oppstår i forbindelse med innlån i valuta og for å sikre valutarisikoen knyttet til plasseringer i internasjonale verdipapirmarkeder.

Under markedsuroen våren 2020 økte marginkravene knyttet til derivatkontrakter betydelig, og likviditetsrisikoen knyttet til oppfyllelsen av marginkrav ved derivatposisjoner ble tydeliggjort.

Oppmerksomheten om systemvirkninger av marginbetalinger knyttet til derivatavtaler økte. Både i Norge og internasjonalt kan foretakenes behov for likviditet for å oppfylle marginkrav ha bidratt til å forsterke volatiliteten i markedene.

REDUSERT MOTPARTSRISIKO I DERIVATMARKEDENE SIDEN FINANSKRISEN

Finanskrisen avdekket stor risiko i derivatmarkedene. Det ble klart at både aktørene selv og myndighetene manglet oversikt over reell markedsrisiko. Dette gjaldt særlig for derivatkontrakter som handles utenom børser (OTC-derivater). Dette markedet, der det meste av derivathandelen foregikk, var preget av ikke-standardiserte bilaterale kontrakter og lite transparens. En mindre andel derivater handles over regulerte markedsplasser (exchange traded derivatives, ETD). Dette er standardiserte produkter som handles på etablerte handelsplattformer og avregnes og gjøres opp av sentrale motparter. Informasjon om posisjoner og omsetning i disse standardiserte produktene var vesentlig bedre enn for OTC-produktene.

I etterkant av finanskrisen er det gjennomført flere tiltak med sikte på å øke innsynet i OTC-derivatmarkedene og redusere risikoen.³³ EMIR-forordningen³⁴ om OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre inneholder bestemmelser om rapportering av derivathandler, krav om avregning og oppgjør (clearing) via sentrale motparter (CCP) for visse derivater og krav om sikkerhet (marginkrav). Rentederivater for et utvalg valutaer, deriblant norske kroner, samt kredittmisligholdsderivater er i dag omfattet av clearingkravet. Ved clearing via sentrale motparter kreves sikkerhetsstillelse i form av initiale og variable marginer, se boks om CCP-er. For derivater som ikke cleares, stiller EMIR krav om at partene innhenter variable marginer, og det er bestemmelser om hvilke sikkerheter som kan anvendes. Innenfor disse bestemmelsene er det avtalen, som inngås mellom motpartene (CSA-avtaler), som angir hvilke sikkerheter og hvilken valuta som benyttes for variable marginer. Dette vil typisk være kontanter eller likvide obligasjoner. Krav om initiale marginer for derivatkontrakter som ikke cleares, skal etter planen

innføres gradvis fra 2021. Dette kravet vil kun gjelde foretak som handler derivater utover et visst volum.

Økte krav om innbetaling av sikkerheter, såkalt marginering, har bidratt til å redusere motpartsrisikoen. Marginkrav kan imidlertid øke likviditetsrisikoen for foretak som må stille sikkerhet, spesielt i urolige markeder.

Boks 6: Sentrale motparter (CCP)

En økende andel derivatkontrakter clearas via sentrale motparter. Globalt økte andelen fra om lag 20 prosent i 2010 til vel 50 prosent i 2017.* I EØS-området ble om lag 70 prosent av rentederivater, som utgjør det største volumet av omsatte derivater, clearert sentralt i 2019. Tilsvarende andel for kredittderivater var i overkant av 30 prosent og for råvarederivater 10 prosent. For valutaderivater og aksjederivater var det kun en marginal andel OTC-transaksjoner som ble clearert gjennom CCP-er.

Det er bred enighet om at CCP-er har bidratt til økt finansiell stabilitet ved å redusere motpartsrisiko ved derivathandel. Sammenlignet med et system med bilaterale oppgjør, reduserer systemet med multilateral netting eksponeringene i systemet, og oppgjør mellom aktørene forenkles. Under finanskrisen opprettholdt CCP-ene clearing av derivatkontrakter, selv om aktiviteten i de bilaterale markedene stanset opp. Hverken CCP-er eller medlemmer ble påført tap i forbindelse med avviklingen av Lehman Brothers. Det er imidlertid eksempler på at manglende innbetaling av marginer har ført til at CCP-er har måttet innhente kapital fra øvrige clearingmedlemmer for å dekke tap, blant annet ved Nasdaq Clearing AB i 2018.

CCP-enes stadig mer sentrale plass i det finansielle systemet innebærer at de er blitt mer systemviktige. Det er høy konsentrasjon av risiko knyttet til clearing av OTC-derivater. Det er få og store CCP-er, få og store medlemsbanker og høye

eksponeringer mellom medlemsbankene og CCP-ene. LCH (tidligere London Clearing House) clearer om lag 90 prosent av nye rentederivater ved inngangen til 2020.** ICE (Intercontinental Exchange) hadde en tilsvarende markedsandel for kredittderivater. De fem største medlemsbankene sto samtidig for mer enn halvparten av derivatkontrakter som ble clearert sentralt, regnet som andel av totalt utestående pålydende beløp. Høy konsentrasjon innebærer sterk sammenkobling mellom de store systemviktige bankene og de dominerende CCP-ene.

Det er ingen norske CCP-er. Dersom en norsk motpart omfattes av clearingplikten, kan foretaket bli direkte medlem hos en CCP, som Direct Clearing Member (DCM) eller som General Clearing Member (GCM). Alternativt kan foretaket klare indirekte via en egen avtale med en GCM. De mest sentrale CCP-ene for norske foretak er LCH for rente- og kredittderivater, Nasdaq Clearing AB for varederivater og SIX x-clear AG for aksjederivater. Det er relativt få norske banker som er clearingmedlemmer, mens andelen av verdipapirforetak og ikke-finansielle motparter er noe større.

Marginering av derivatkontrakter kan øke likviditetsrisiko

CCP-er anvender to typer marginer, variable marginer (fastsettes løpende etter endring i markedsverdi på derivatposisjonene) og initial margin (skal ta høyde for potensielle verdiendringer i kontraktens verdi over et tidsrom). I urolige perioder vil samlede marginkrav tendere til å øke. Store prisbevegelser medfører økte variable marginkrav. Det skjedde under finanskrisen og også under markedsurolighetene våren 2020. I tillegg øker kravene til initiale marginer dersom CCP-ene i utgangs punktet har undervurdert volatiliteten i markedet og justerer opp marginkravene når markedsrisikoen materialiseres.

*Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus, BIS Quarterly Review, December 2018

** Se "The CCP-bank nexus in the time of Covid-19", BIS Bulletin No 13, 2020

NORSKE FINANSFORETAK HAR STORE DERIVATPOSISJONER

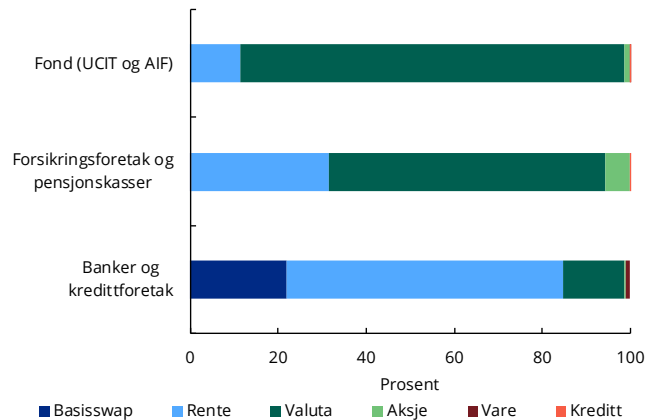
Derivatposisjonene til de fleste norske banker, kredittforetak og forsikringsforetak er i hovedsak knyttet til sikring av egen balanse. Finansforetak inngår også derivatkontrakter med egne kunder (market making) og som del av egenhandel (proprietary trading). Flere av de største norske finansforetakene har derivatposisjoner, regnet ved nominelle beløp³⁵, som overstiger forvaltningskapitalen i foretakene.

Det er betydelige forskjeller mellom foretakenes bruk av derivater. Typisk anvender bankene og kredittforetakene derivater for å redusere rente- og valutarisiko som oppstår ved utstedelse av obligasjonsgjeld. Norske bankers utlån til husholdninger og bedrifter er i hovedsak basert på flytende renter. En bank som finansierer disse eiendelene ved å utstede obligasjonsgjeld med fast rente, vil være eksponert mot endringer i flytende rente. Ved å inngå en rentebytteavtale (renteswap) hvor flytende rente betales og fast rente mottas, vil banken redusere eksponeringen mot renteendringer.

De største norske bankene og kredittforetakene har også markedsfinansiering i valuta. Ettersom aktivasiiden hovedsakelig er i norske kroner, oppstår det en valutarisiko som kan reduseres eller elimineres ved bruk av derivater. Sikring av valutarisikoen kombineres også ofte med rentederivater.

Målt i nominelle verdier domineres bankenes og kredittforetakenes derivatposisjoner av renteswapper og basisswapper. Ifølge foretakenes EMIR-rapportering utgjorde disse henholdsvis 63 og 22 prosent av utestående derivater per 30. september 2020, se figur 4.3. Valutaderivater utgjorde 14 prosent av bankenes

Figur 4.3 Utestående kontrakter i nominelle beløp fordelt på derivatklasser



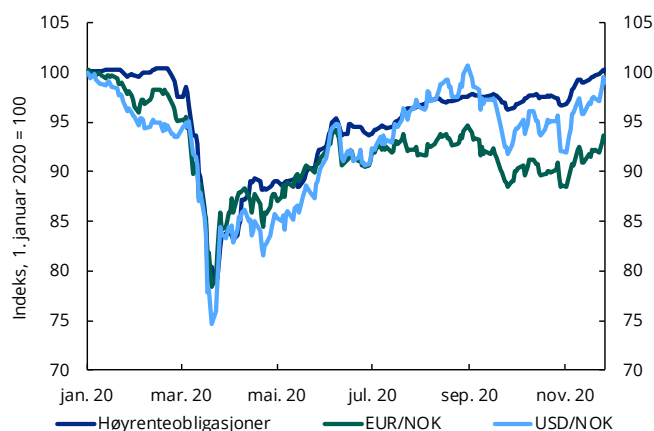
Foretakene er gruppert basert på sektorinndeling i EMIR-rapporteringen. Kilde: EMIR-rapportering per 30. september 2020

og kredittforetakenes nominelle derivatposisjoner. Sammensetningen av de norske bankenes og kredittforetakenes derivatposisjoner er om lag som for tilsvarende foretak i EØS-området, ifølge statistikk fra ESMA.

Forsikringsforetak og pensjonskasser har forpliktelser i norske kroner, men plasserer en del av sine eiendeler i utenlandske aksje- og obligasjonsmarkeder. Foretakene anvender valutasikringskontrakter for å redusere valutakursrisikoen. Rene valutaderivater utgjorde 64 prosent av forsikringsforetakenes utestående derivatkontrakter per 30. september 2020.

I tillegg har pensjonsinnretningene langsiktige forpliktelser som kan være vanskelig å dekke i det norske obligasjonsmarkedet. Enkelte foretak anvender derfor rentederivater for å oppnå lengre durasjon på sine eiendeler. Som andel av totalt utestående (nominelt) beløp på utestående kontrakter utgjorde rentederivater 32 prosent per 30. september.

Norske fondsinnretninger plasserer i likhet med forsikringsforetakene deler av sine eiendeler i utenlandske verdipapirmarkeder. For å eliminere uønsket valutarisiko inngår fondene valutasikringskontrakter. Valutaderivater utgjorde 87 prosent av utestående nominelle beløp for rapporterte derivatkontrakter for fond.

Figur 4.4 Utviklingen i høyrenteobligasjoner* og valutakurser

*Høyrente obligasjonsindeks for USA og euroområdet (gjennomsnitt).
Kilde: Refinitiv

MARKEDSUROEN SYNLIGGJORDE LIKVIDITETSRISIKO

Markedsuroen våren 2020 førte til sterk økning i marginkrav for derivater. Både de initiale marginkravene og de variable marginene økte betydelig. Det har blitt pekt på at CCP-er i modelleringer av markedsrisiko har lagt til grunn korte tidsserier, som i liten grad omfatter perioder med markedsuro. Når volatiliteten øker, tvinges dermed CCP-ene til å oppjustere kravene til initiale marginer. TMX, den største CCP-en i Canada, økte eksempelvis kravene til initiale marginer med 15 prosent i mars som følge av revurdering av risikoforholdene. ESMA viser til at initiale marginkrav i europeiske CCP-er (EU28) økte med 29 prosent mellom 21. februar og 20. mars 2020.

Markedsvolatiliteten kan forsterkes ved at clearingdeltakerne må øke sin sikkerhetstillegg betydelig, spesielt dersom de ikke har tilstrekkelige likvide midler tilgjengelig og må realisere lite likvide aktiva. De sterke sammenkoblingene mellom CCP-er og store systemviktige banker innebærer at CCP-enes beslutninger om marginkrav kan få uheldige systemvirkninger ved at presset mot medlemmenes likviditet forsterkes under urolige markedsforhold. Fra et makrotilsynsperspektiv bør marginkravene fra CCP-er være høye nok til å ivareta motpartsrisikoen knyttet til derivathandel, men samtidig ikke virke prosyklisk. Det

tilsier at de initiale marginkravene i utgangspunktet må være høye nok til at oppjustering ved markedsuro unngås. I tillegg bør clearing-medlemmene ha tilstrekkelig likvide midler til å kunne møte økte marginkrav også i perioder med betydelig markedsuro.

Kronesvekkelsen i mars sammenfalt med betydelig fall i aksje- og obligasjonskurser, særlig på høyrenteobligasjoner, både i Norge og internasjonalt, se figur 4.4 og 1.4. Markedsuroen fikk betydelige likviditetsvirkninger for norske finansforetak.

Kronesvekkelsen førte til sterk økning i marginkrav for valutasikringsinstrumenter for norske kroner. Dette er OTC-kontrakter som gjøres opp bilateralt og dermed ikke påvirkes av initiale marginkrav. Marginkravene for forsikringsforetak og fond som hadde inngått valutasikringskontrakter, økte. Marginer stilles normalt i form av kontanter eller sikre verdipapirer. Med økt usikkerhet var det i økende grad kun kontanter som ble godtatt som sikkerhetsstillelse. For å innfri marginkravene solgte norske foretak obligasjoner, noe som bidro til økt salgspres i deler av obligasjonsmarkedet og økte risikopåslag.

Fallet i aksje- og obligasjonskurser førte samtidig til at verdien av valutasikrede plasseringer ble lavere enn opprinnelig valutasikring, slik at foretakene var oversikret mot valutarisiko. For å kompensere for dette kjøpte foretakene tilbake valuta og solgte norske kroner. Det bidro i en periode til å svekke kronen ytterligere.

I løpet av første kvartal 2020 falt nominelt pålydende verdi av forsikringsforetakenes valutaderivater med om lag 10 prosent. Enkelte foretak tok opp kortsiktige likviditetslån (repo) for å finansiere de økte marginkravene.

Likviditetsutfordringene for norske verdipapirfond ble forsterket av innløsninger av fondsandeler. Verdipapirfond forvaltet av norske forvaltere hadde i mars innløsninger på nesten 50 mrd. kroner, tilsvarende 4 prosent av forvaltningskapitalen i fondene ved utgangen av februar 2020. Verdipapirfondene har en andel av sine aktiva i likvide midler

som aksjer, statsobligasjoner og bankinnskudd. Under markedsuroen i vår måtte imidlertid flere foretak selge aktiva, blant annet foretaksobligasjoner, i et marked med redusert likviditet for å stille tilstrekkelige sikkerheter. Det bidro til økte risikopåslag i obligasjonsmarkedene.

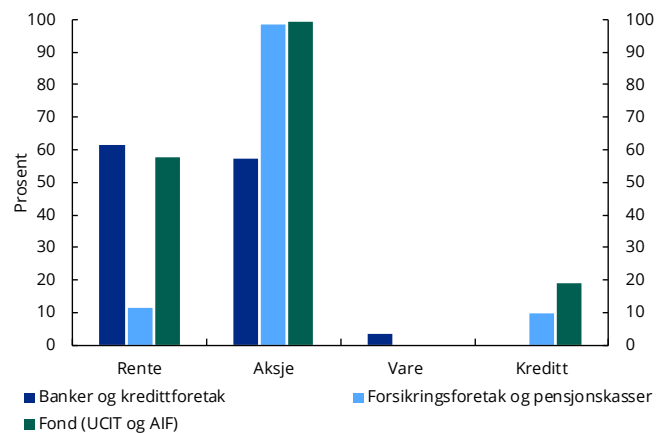
Boks 7: ESRBs anbefaling om marginering av derivatkontrakter

Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) publiserte i mai 2020 en anbefaling om håndtering av likviditetsrisiko som følge av marginkrav.*

Anbefalingen kom som en følge av store markedsbevegelser og tilhørende økning i marginkrav i både clearede og ikke-clearede markeder. Anbefalingen er rettet mot tilsynsmyndigheter for sentrale motparter og foretak som handler OTC-derivater. Formålet er å unngå flaskehalser i likviditet og smitteeffekter blant markedsaktørene ved utveksling av sikkerheter. ESRB er særlig bekymret for konsekvenser av koronapandemien, og krav om ytterligere sikkerhet som følge av innebygde parametere i marginmodeller, herunder ratingmodeller som utløser økte marginkrav ved nedgradering.

*https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation200608_on_liquidity_risks_arising_from_margin_calls~41c70f16b2.en.pdf?17da572cd7cae5ab20ae79f8786a19a7

Figur 4.5 Clearingandel* for utestående derivatkontrakter



*Andel oppgitt som clearet av sum nominelle beløp. Kilde: EMIR-rapportering per 30. september 2020

STORE VARIASJONER I CLEARINGEN AV NORSKE DERIVATER

De fleste derivater som handles på børs, cleares via sentral motpart. Aksjederivater har derfor en høy clearingandel, se figur 4.5.

For rentederivater, som er omfattet av clearingplikten, er clearingandelen relativt høy for banker og kredittforetak (62 prosent). Boligkredittforetak er unntatt clearing, og har en lav andel. Basert på EMIR-rapporteringen var det ti banker som rapporterte clearede rentederivater. Disse hadde en clearingandel på i underkant av 70 prosent.

Andelen rentederivater som cleares, er også høy for fond. Et flertall av disse kontraktene er børshandlede rentederivater (futures) og ikke OTC-derivater. Forsikringsforetak og pensjonskasser har en betraktelig lavere clearingandel (11 prosent). Dette kan skyldes at pensjonskasser er unntatt clearingplikten og at flere forsikringsforetak ikke har store nok posisjoner til å komme innenfor clearingplikten.

NOTER

¹ I Norge brukes hovedsakelig to mål på arbeidsledigheten. NAV publiserer statistikk på antall personer som har registrert seg som ledige hos dem. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) er en utvalgsundersøkelse som tilsvarende de internasjonale Labour Force Surveys (LFS). I AKU regnes permitterte som arbeidsledige først etter at man har vært permittert i tre måneder. Arbeidsledighetstallene fra NAV er normalt sett lavere enn AKU-tallene, blant annet fordi personer som ikke har krav på arbeidsledighetstrygd i mindre grad registrerer seg hos NAV.

² Fra andre kvartal 2015 og ut 2016 var det én nasjonal fleksibilitetskvote på 10 prosent for hele landet. Fra 1. januar 2017 har fleksibilitetsknoten vært 8 prosent i Oslo og 10 prosent for resten av landet. I andre og tredje kvartal 2020 var fleksibilitetsknotene midlertidig økt til 20 prosent.

³ <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/legal/articles/ny-midlertidig-lov-for-a-forhindre-unodvendige-konkurser.html.html#>

⁴ Næringslivet er nærmere analysert i en spesialanalyse som vil bli publisert på Finanstilsynets nettsted medio desember 2020.

⁵ Se <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/kartlegging-av-noterte-foretaks-barekraftsrapportering/>

⁶ Se https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf. Se også omtale av NGFS scenarioene i <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Finansiell-stabilitet---rapport/2020-finansiell-stabilitet/>

⁷ For norske banker som har utstedt børsnoterte instrumenter har IFRS 9 vært gjeldende siden 1. januar 2018, mens den for øvrige norske banker har vært gjeldende fra 1. januar 2020.

⁸ Banker som fulgte IFRS 9 fra 2018. Utvalget dekker nær 90 prosent av totale utlån fra norske banker.

⁹ Store banker: DNB Bank og de seks store regionsparebankene. Mellomstore banker: Øvrige banker med forvaltningskapital større enn 10 mrd. kroner.

¹⁰ Herunder lavere etterspørsel og omstillingsbehov som følge av koronapandemien.

¹¹ <https://eba.europa.eu/banks-report-significant-use-covid-19-moratoria-and-public-guarantees>

¹² <https://eba.europa.eu/eba-provides-clarity-banks-consumers-application-prudential-framework-light-covid-19-measures>

¹³ <https://eba.europa.eu/eba-phases-out-its-guidelines-legislative-and-non-legislative-loan-repayments-moratoria>

¹⁴ Herunder utleie, kjøp og salg av næringseiendom, samt utvikling av byggeprosjekter.

¹⁵ Pilar 2-krav er foretaksspesifikke, og nivået i figuren er satt til gjennomsnittlig krav for de sju største norske bankene per tredje kvartal 2020. De formelle vedtakene om pilar 2-krav startet i 2016, men Finanstilsynet har fra 2008 vurdert de ulike bankenes kapitalmålsetting og tydeliggjort forventet nivå på ren kjernekapitaldekning.

¹⁶ Bank Norwegian, Brabank, Easybank, Eika Kreditthbank, Instabank og Komplet Bank. Brabank og Easybank fusjonerte 1. oktober 2020.

¹⁷ <https://www.fi.se/contentassets/cee66da9cef94bb581601870db3ff404/bankbarometern-26-juni-2020.pdf>
<https://www.fi.se/contentassets/ed24e65bc14a450cb7c38d315a14a6c4/bankbarometern-12-november-2020.pdf>

¹⁸ <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/lavere-volum-og-hoyre-mislighold-i-forbrukslansmarkedet/>

¹⁹ <https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/soliditetsrapporter-for-finansforetak/>

²⁰ Tall fra Finans Norge: <https://www.finansnorge.no/statistikk/livsforsikringg/sstatistikk-og-nokkeltall-for-livsforsikring-og-pensjon-2019/privat-tjenestepensjon---innskuddsordninger/>

²¹ <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2020/08/koronaepidemien-forer-reiseerstatningene-til-vars/>

²² <https://reisegarantifondet.no/nordic-guarantee-kansellerer-alle-utstedte-reisegarantier/>

²³ https://www.eiopa.europa.eu/content/insurance-against-pandemic-risk-eiopa-identifies-options-shared-resilience-solutions_en

²⁴ <https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2020-04-07-726>

²⁵ Praksis er at obligasjoner med lavere kredittvurdering enn BBB fra Standard and Poor's eller lavere enn Baa3 fra Moody's klassifiseres som høyrenteobligasjoner (HY). Øvrige er investment grade (IG).

²⁶ Se <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/a35c093abadd47fea035b3cb48d164cd/investeringer-pa-merkur-market-29-oktober-2020.pdf>

²⁷ ESG står for Environmental (miljø), Social (samfunn) og

Governance (eierstyring).

²⁸Ehlers, Mojon, Packer, "Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level", BIS Quarterly Review, 2020.

²⁹ Ett av punktene i Parisavtalen (2015) er "making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development".

³⁰ The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change, BIS 2020

³¹ Boffo, R., and R. Patalano (2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf

³² Se "Usability guide for EU green bond standard", mars

2020 og "Sustainability-Linked Bond Principles, Voluntary Process Guidelines", juni 2020.

³³ G-20 landene forpliktet seg i 2009 til å treffe slike tiltak. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) og The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) har utformet internasjonale standarder for utveksling av bilaterale marginer ved derivathandel.

³⁴European Market Regulation. EMIR-forordningen er gjort gjeldende i norsk lov og trådte i kraft 1. juli 2017. Se <https://www.finanstilsynet.no/tema/emir/>

³⁵ Et derivats nominelle beløp brukes om verdien på den underliggende eiendelen. Det kan være verdien som benyttes til å beregne utbetalinger på instrumentet eller beløpet som selges/mottas ved avtalens slutt.

FINANSTILSYNET

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00
post@finanstilsynet.no
finanstilsynet.no

